

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

David C. Donald

## **US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron**

Nr. 104



## Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

# US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron

3. Dezember 2002

David C. Donald\*

I. Einleitung .....	2
1. Nach der "New Economy " .....	2
2. Eine "New Economy" bringt neue Regeln .....	3
3. Die Anwendung des SOA außerhalb des amerikanischen Hoheitsgebietes .....	5
4. Theoretische Gesichtspunkte.....	10
II. Die Gesetzgebung: Der Sarbanes-Oxley Act of 2002 .....	12
1. Einleitung .....	12
2. Einschränkungen der Tätigkeiten von Board-Mitgliedern .....	14
3. Strengere Unabhängigkeitsvoraussetzungen für den Prüfungsausschuss .....	17
a. Die Ausgestaltung und Aufgaben des Prüfungsausschusses .....	18
b. Die Unabhängigkeit der Mitglieder des Prüfungsausschusses.....	20
4. Verbesserte Veröffentlichungen .....	25
5. Höhere Verantwortlichkeit, Strafen und Klagemöglichkeiten .....	28
a. Die Bestätigungspflicht .....	28
b. Erhöhte Strafe .....	31
c. Bessere Klagemöglichkeiten.....	31
III. Die Maßnahmen der SEC: Die Vorwegnahme und Durchführung des SOA .....	32
1. Die Bestätigungspflicht vor dem 15. August 2002 .....	32
2. Die Durchsetzung der Bestätigungspflicht nach § 302 SOA.....	32
3. Umfangreichere Ad-hoc Publizität .....	35
3. Übersicht der vorgeschlagenen Einführungsverordnungen .....	36
4. Maßnahmen, die während der Hausse nicht durchgesetzt werden konnten.....	39
IV. Vorschriften für die Börsenzulassung: NYSE und Nasdaq im Wettbewerb .....	40
1. Einleitung .....	40
2. Unabhängige Board-Mitglieder.....	44
3. Die Koordination der Unabhängigen Mitglieder durch Ausschüsse .....	48
A. Der Prüfungsausschuss .....	48
B. Der Ernennungsausschuss .....	50
C. Der Vergütungsausschuss .....	51
4. Erhöhte Aktionärsteilhabe .....	51
5. Bindende Corporate Governance und Ethikkodizes .....	52
6. CEO-Bestätigung an der NYSE .....	53
7. Veröffentlichung der Geschäfte der Geschäftsleiter in Aktien der Gesellschaft (Directors' Dealings Mitteilungen) .....	53
V. Fazit: Die Wechselwirkung zwischen gut informierter und objektiver Aufsicht .....	54

---

\* Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Institut für Bankrecht, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main. Der Verfasser dankt seinem Kollegen, Herrn Ass. Christian Fischer, Wiss. Mit., für Anregungen und die sprachliche Überarbeitung des Texts.

## I. Einleitung

### 1. Nach der "New Economy "

Die Entwicklung der Wertpapieraufsicht in England und den Vereinigten Staaten über Jahrhunderte zeigt, dass starken Kurseinbrüchen an der Börse in der Regel regulatorische Maßnahmen folgen<sup>1</sup>. Ein Börsenaufschwung vergrößert die Zahl der Anleger und das Interesse an einem regelmäßigen und fairen Börsenhandel; ein Kurseinbruch dagegen schafft für eben jene Anleger eine starke wirtschaftliche Motivation, Maßnahmen zur Vermeidung weiterer Verluste zu ergreifen<sup>2</sup>. Der Aufstieg der "New Economy" der späten 90er Jahre und deren tiefer Fall seit 2000 setzt diese historische Tendenz fort. Der Wilshire 5000 Equity Index – ein Gesamtmarktindex aller in den Vereinigten Staaten notierten Gesellschaften (etwa 6.000) – spiegelt den Umfang des jüngsten Kursverfalls in Amerika wider. Am 24. März 2000 stand der Wilshire 5000 noch bei 14.751,64 Punkten; gut zwei Jahre später, am 23. Juli 2002, ist dieser Index jedoch um etwa 48 % auf 7.601,84 gefallen<sup>3</sup>. Dieser Wertverfall entspricht einem Verlust von mehr als US\$ 7.000 Mrd. an amerikanischer Börsenkapitalisierung<sup>4</sup>. Die Talfahrt des Marktes wurde durch eine Reihe von Führungs- und Rechnungslegungsskandalen (z.B. bei Enron und WorldCom) beschleunigt und verschlimmert. Die wichtigste Stütze eines hoch entwickelten Kapitalmarktes ist das Vertrauen der Anleger darauf, dass die entscheidungsrelevanten Informationen, die börsennotierte Unternehmen dem Markt liefern, korrekt und vollständig sind<sup>5</sup>. Folglich entziehen wachsende Zweifel an der Zuverlässigkeit solcher Informationen dem

---

<sup>1</sup> *Banner*, "What Causes New Securities Regulation: 300 Years of Evidence", 75 Wash. U. L.Q. 1997, 849, 850; *Coffee*, "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", 111 Yale L.J. 2001, 1, 7.

<sup>2</sup> Siehe zum Thema *Coffee*, (Fußn. 1), S. 64 ff.

<sup>3</sup> Diese Daten können im internet unter [wilshire.com/indexes/Broad/Wilshire5000/](http://wilshire.com/indexes/Broad/Wilshire5000/) abgerufen werden.

<sup>4</sup> Siehe *The New York Times*, "The Incredible Shrinking Stock Market", 21 Juli 2002, S. 14.

<sup>5</sup> In ihrer Darstellung der philosophischen Grundlagen des amerikanischen Wertpapieraufsichtssystems erklären *Loss* und *Seligman*, dass die Möglichkeit, die Wahrheit durch Transparenz zu erkennen, grundlegend ist: "*Then, too, there is the recurrent theme throughout these statutes [Wertpapieraufsichtsgesetze] of disclosure, again disclosure, and still more disclosure. Substantive regulation has its limits. But 'the truth shall make you free.'*" *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 2001, S. 8.

Markt seine wesentliche Grundlage<sup>6</sup>. Innerhalb von knapp sechs Jahren sind die Anleger, wie Alan Greenspan es 1996 und 2002 formuliert hat, durch "*irrational exuberance*" und "*infectious greed*" in eine Lage geraten, die von Verzweiflung und Misstrauen geprägt ist<sup>7</sup>.

## 2. Eine "New Economy" bringt neue Regeln

Um das Vertrauen in den amerikanischen Kapitalmarkt wieder zu stärken, haben die amerikanische Bundesregierung, die U.S. Securities and Exchange Commission (im folgenden: "SEC"), die National Association of Securities Dealers (im folgenden: "NASD") – als Träger des Nasdaq Stock Market – und die New York Stock Exchange (im folgenden: "NYSE") Reformmaßnahmen ergriffen. Diese Maßnahmen fanden Ausdruck in einem Bundesgesetz, mehreren Wertpapieraufsichtsverordnungen und den jeweiligen Börsenzulassungsregeln der NYSE und des Nasdaq Stock Market. Am 30. Juli 2002 wurde der „Sarbanes-Oxley Act of 2002“ (im folgenden: "SOA") über die Verantwortlichkeit von Unternehmen verabschiedet<sup>8</sup>. Als zuständige Aufsichtsbehörde trägt die SEC die Verantwortung, den SOA zu implementieren und durchzusetzen. Am 29. August 2002 ist die erste SOA-Einführungsverordnung in Kraft getreten<sup>9</sup>, und die SEC hat bereits weitere Maßnahmen verabschiedet<sup>10</sup> oder

---

<sup>6</sup> Auch Federal Reserve Chairman *Greenspan* hat diesen Punkt im Rahmen seiner Sachverständigenaussagen vor dem amerikanischen Senat im Juli 2002 hervorgehoben: "[O]ur market system depends critically on trust – trust in the word of our colleagues and trust in the word of those with whom we do business. Falsification and fraud are highly destructive to free-market capitalism and, more broadly, to the underpinnings of our society." *Greenspan*, Testimony of Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 16. Juli 2002, nachzulesen unter <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/july/testimony.htm>.

<sup>7</sup> *The New York Times*, "Greenspan Coins a New Phrase", 17. Juli 2002. Der Wortlaut der Aussage: "Why did corporate governance checks and balances that served us reasonably well in the past break down? At root was the rapid enlargement of stock market capitalizations in the latter part of the 1990s that arguably engendered an outsized increase in opportunities for avarice. An infectious greed seemed to grip much of our business community. Our historical guardians of financial information were overwhelmed. Too many corporate executives sought ways to "harvest" some of those stock market gains." *Greenspan* (Fußn. 6). Professor Robert J. Schiller stimmte Greenspans Sicht der Dinge zu und legte sie dem Titel eines Buchs über die New Economy zugrunde: *Schiller*, *Irrational Exuberance*, 2001.

<sup>8</sup> Public Law 107-204, 30 Juli 2002 (H.R. 3763) Sarbanes-Oxley Act of 2002, An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Im Internet abrufbar unter <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/multidb.cgi>.

<sup>9</sup> Final Rule: Certification of Disclosure in Companies' Quarterly and Annual Reports, SEC Release Nr. 33-8124, 34-46427, IC-25722, 28, 67 *Federal Register* 57276 (9.

als Vorschläge veröffentlicht<sup>11</sup>. Weitere SOA-Einführungsverordnungen werden mit einer gewissen Spannung erwartet.<sup>12</sup> Am 24. Juli 2002 verabschiedete der Verwaltungsrat der NASD neue Bestimmungen für die Corporate Governance der am Nasdaq Stock Market notierten Gesellschaften<sup>13</sup>, und am 1. August 2002 zog der Verwaltungsrat der NYSE nach, wobei auch hier die Corporate Governance-Bestimmungen verschärft wurden<sup>14</sup>. Ziel dieser Gesetzes-, Verwaltungs- und Börsenzulassungsmaßnahmen ist es, die Qualität der von den Unternehmen herausgegebenen Informationen zu verbessern und die Zuverlässigkeit und Unbefangenheit der maßgeblichen Personen (Geschäftsleiter und Abschlussprüfer), die solche Informationen verarbeiten und dem Markt zur Verfügung stellen, zu gewährleisten. Um die Unternehmensaufsicht zu stärken, werden Prüfungs-, Vergütungs-, und Nominierungsausschüsse eingesetzt, die aus "unabhängigen" Mitgliedern bestehen. Abschlussprüfer unterliegen jetzt einer strengeren Aufsicht, damit die Qualität der geprüften Finanzinformationen gewährleistet ist. Durch Einschränkungen von Geschäften der Board-Mitglieder in Aktien ihrer Gesellschaft durch Aktionärszustimmungserfordernisse und die Androhung empfindlicher Strafen will man zudem eine erhöhte Verantwortlichkeit der Geschäftsleiter erreichen. Die SEC hatte bereits 1998 viele der jetzt umgesetzten Maßnahmen vorgeschlagen. Diese waren aber vom Markt als unpraktikabel verworfen worden<sup>15</sup> - was auch für die Theorie spricht, dass strengere Regulierungen häufig erst nach Kurseinbrüchen durchgesetzt werden.

---

Sept. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 228, 229, 232, 240, 249, 270 and 274) ("Release Nr. 34-46427").

<sup>10</sup> Siehe z.B., Final Rule: Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Website Access to Reports, SEC Release Nr. 33-8128; 34-46464, 67 *Federal Register* 58480 (16. Sept. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 210, 229, 240 and 249) ("Release Nr. 34-46464").

<sup>11</sup> Siehe z.B., Proposed Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, SEC Release Nr. 33-8106; 34-46084, 67 *Federal Register* 42914 (25. Juni 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 228, 229, 240 and 249). ("Release Nr. 34-46084").

<sup>12</sup> Die Einführungsverordnungen wurden im Teil III näher behandelt.

<sup>13</sup> Siehe Pressemitteilung der NASD, nachzulesen unter <http://www.nasdaqnews.com/>.

<sup>14</sup> Siehe Press Release der NYSE, nachzulesen unter <http://www.nyse.com/>

<sup>15</sup> Proposed Rule: The Regulation of Securities Offerings, SEC Release Nr. 33-7606A; 34-40632A, 13. November 1998 (sogenannte "Aircraft Carrier Proposal").

### 3. Die Anwendung des SOA außerhalb des amerikanischen Hoheitsgebietes

Die möglichen Auswirkungen des SOA außerhalb des amerikanischen Hoheitsgebietes wurden in Deutschland sofort erkannt<sup>16</sup>. Bisher hat sich die SEC grundsätzlich bemüht gezeigt, die Anwendung US-amerikanischer Regeln, die dem Gesetz des Sitzstaats einer nicht-amerikanischen Gesellschaft (*foreign private issuer*)<sup>17</sup> widersprechen könnten, zu vermeiden<sup>18</sup>. Die Bundesgesetze im Bereich der Wertpapieraufsicht zielen grundsätzlich auf die Veröffentlichung der Unternehmensdaten. Folglich hatte die SEC vor der Verabschiedung des SOA keine eigene Befugnis, den Bereich des Aktienrechts – der in den Vereinigten Staaten Recht der einzelnen Bun-

---

<sup>16</sup> Die meisten Bestimmungen des SOA sind auf Gesellschaften, die unter § 13 oder § 15 Exchange Act fallen, anwendbar. Pflichten nach § 13 Exchange Act (auch für nicht-amerikanische Gesellschaften) setzen eine Notierung an einer amerikanischen Börse voraus. Deshalb könnte der SOA im Prinzip auch auf ausländische notierte Gesellschaften anwendbar sein. Wegen dem sich daraus ergebenden Konflikt der Rechtssysteme ist die Vorstellung einer vollständigen Anwendung erschreckend. Siehe z.B. die erste Warnmeldung über den SOA in Wiesner, "Zwischen Scylla und Charybdis: Sarbanes Act greift in Satzungsautonomie deutscher Unternehmen ein", BB 2002, 1 ff.; Lanfermann/Maul, "Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts in Deutschland", Der Betrieb 2002, 1725 ff.

<sup>17</sup> Eine (nicht-öffentliche) nicht-amerikanische Gesellschaft, die Wertpapiere im Hoheitsgebiet den Vereinigten Staaten anbietet, gilt nach Exchange Act Rule Rule 3b-4(c) als ein "*foreign private issuer*" wenn (1) ihr Grundkapital nicht mehrheitlich direkt oder indirekt Aktionäre, die ihren Wohnsitz in den Vereinigten Staaten haben, gehört und (2) ihre Geschäftsleiter nicht mehrheitlich Staatsbürger oder Einwohner der Vereinigten Staaten sind, ihr Geschäftsvermögen nicht mehrheitlich in den Vereinigten Staaten ansässig ist und ihre Hauptverwaltung nicht in den Vereinigten Staaten ansässig ist. 17 CFR 240.3b-4(c).

<sup>18</sup> Die Haltung der SEC kurz vor der Verabschiedung des SOA im Hinblick auf die Anwendung der Bestätigungspflicht auf ausländischen Gesellschaften: "[M]andatory requirements regarding internal procedures raise several issues, since those requirements may be inconsistent with the laws or practices of the foreign private issuers' home jurisdiction and stock exchange requirements. For these reasons, applying the proposed rules to foreign private issuers would raise additional issues that do not exist for domestic companies. Therefore, we do not propose to apply the certification and procedural requirements to foreign private issuers at this time." Proposed Rule: Certification of Disclosure in Companies' Quarterly and Annual Reports, SEC Release Nr. 34-46079, 67 *Federal Register* 41877, 41822 (20 Juni 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 232, 240 and 249) ("Release Nr. 34-46079"), S. 41882. Aus der deutschen Literatur siehe hierzu etwa Baum/Breidenbach, "Die wachsende internationale Verflechtung der Wertpapiermärkte und die Regelungspolitik der U.S. Securities and Exchange Commission", WM 1990, S. Beil. Nr. 6; und Baums, "Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten," in: Festschrift Raisch (1995), S. 211, 216 (zur Einführung der Daimler-Benz-Aktie (durch *American Depositary Receipts*) an der NYSE: ". . . es ist nicht verwunderlich, dass insbesondere der New York Stock Exchange [wegen einer Vergrößerung ihres Marktanteils] sehr am Listing von Daimler-Benz gelegen war. Die SEC ist daher zunehmend von ihrer Extremposition abgerückt.").

desstaaten ist – gegenüber amerikanischen Gesellschaften zu regeln<sup>19</sup>. Innerhalb ihrer Befugnisse war die SEC bis zur Verabschiedung des SOA stets bemüht, Unternehmensdaten von ausländischen Gesellschaften zu erhalten, ohne diese Gesellschaften Konflikten mit den Gesetzen ihres Sitzstaats auszusetzen<sup>20</sup>. Unterschiedliche Aktienrechtssysteme erschweren es, amerikanische Corporate Governance-Regeln nicht-amerikanischen Gesellschaften überzustülpen. Die Offenlegung – nicht die aktienrechtlichen Maßnahmen – war der Aufsicht zugeordnet<sup>21</sup>, und die Corporate Governance-Vorgaben kamen hauptsächlich in den Regeln der Börsen – nicht im Gesetz – zum Ausdruck. Die Börsen ihrerseits haben freilich Ausnahmen von ihren Corporate Governance-Vorgaben gestattet, um ausländischen Gesellschaften ein Listing auf ihrem Marktplatz zu ermöglichen<sup>22</sup>. So entwickelten die SEC und die amerikanischen Börsen über die Jahre ohne nennenswerte Beteiligung des amerikani-

---

<sup>19</sup> Der Court of Appeals für den District of Columbia hat in 1990 den Versuch der SEC, Stimmrechte aus Aktien zu regeln mißbilligt mit der Begründung, dass Corporate Governance ein Bereich der einzelnen Bundesstaaten sei. *The Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission*, 905 F. 2d 406 (D.C. Cir. 1990).

<sup>20</sup> Zwei Mitarbeiter der SEC haben die SEC "Ausländerpolitik" 1998 knapp und zutreffend zusammengefasst: "*The internationalization of securities markets is important to investors and companies alike. U.S. investors seek to diversify their holdings by investing in foreign companies, while foreign companies seek to increase their financial resources by accessing U.S. securities markets. The SEC has relaxed some of the regulatory requirements for foreign companies that our system imposes. However, the SEC's paramount concern remains the same – the protection of U.S. investors. The primary way of meeting this goal is by providing investors with full and fair disclosure relating to financial and other information about the companies in which they choose to invest.*" Lane/Dudek, "SEC Disclosure Requirements for Foreign Companies in Listing Securities and Raising Capital in the United States", in: von Rosen/Seifert, Zugang zum US-Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, 1998, S. 335, 362 f.

<sup>21</sup> Die bisherigen Pflichten einer nicht-amerikanischen notierten Gesellschaften sind Berichterstattungspflichten. Eine Gesellschaft, die an einer amerikanischen Börse notiert ist, muss nach § 13 Exchange Act einen Jahresbericht auf Formblatt 20-F und Ad-hoc Mitteilungen auf Formblatt 6-K abgeben. Siehe Quinn/Jarmel, "U.S. Registered Offers", in Berman (hrsg.) A Practitioner's Guide to SEC Regulation Outside the United States 2001, S. 13, 72 f.

<sup>22</sup> Siehe z.B. § 103.00 der Listed Company Manual der NYSE (im folgenden: "LCM"): "Where it appears to the Exchange that a non-U.S. company's interim earnings reporting or corporate governance practices are not prohibited by the law in the country in which it is domiciled, such practices need not necessarily be barriers to listing or continued listing." § 4350(a) der Market Place Rules der NASD (im folgenden "NASD MarketPlace Rules") lautet: "No provisions of this Rule shall be construed to require any foreign issuer to do any act that is contrary to a law, rule or regulation of any public authority exercising jurisdiction over such issuer or that is contrary to generally accepted business practices in the issuer's country of domicile. Nasdaq shall have the ability to provide exemptions from the applicability of these provisions as may be necessary or appropriate to carry out this intent."

schen Gesetzgebers ein Sonderregime für ausländische Gesellschaften. Vor diesem Hintergrund trat dann der SOA in Kraft.

Zweck des SOA ist es, das Vertrauen in den amerikanischen Kapitalmarkt durch die Einführung strenger Regeln und eine verschärfte Verantwortlichkeit der Beteiligten zu stärken. Der SOA geht sogar teilweise über den Bereich der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Unternehmensdaten hinaus, um die Unabhängigkeit der Geschäftsleiter und Abschlussprüfer zu gewährleisten und schafft in dieser Weise eine echte bundesrechtliche Regelung der Corporate Governance<sup>23</sup>. Die Strenge der Regeln des SOA berücksichtigt aber vor allem nicht hinreichend die Nuancen der zahlreichen Befreiungsmöglichkeiten und Sondermaßnahmen, die über Jahre für ausländische Gesellschaften ausgearbeitet worden sind. Ausdrücklich spricht der Gesetzestext die Frage einer extraterritorialen Anwendung nur im Zusammenhang mit der Wirtschaftsprüfung an<sup>24</sup>. Die erste Verordnung zur Umsetzung des SOA – die Verordnung über die Bestätigung des Jahresberichts<sup>25</sup> – markiert eine Abkehr der SEC von ihrer langjährigen Politik der Befreiungen für ausländischen Gesellschaften von Pflichten, die Konflikte mit gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen des Heimatlandes verursachen würden.

§ 302 SOA, der die Bestätigungspflicht einführt, findet Anwendung auf Gesellschaften, die Berichte nach §§ 13 Abs. (a) und 15 Abs. (d) Exchange Act abgeben müssen<sup>26</sup>. Obwohl die SEC in den Verordnungen der vergangenen Jahre diese Bestimmungen für ausländische und inländische Gesellschaften unterschiedlich ausgelegt hat<sup>27</sup>, entschied sie sich nunmehr dafür, die maßgeblichen Bestimmungen des

---

<sup>23</sup> Eine ähnliche Erweiterung der Bundesaufsicht erfolgte kurz nach den großen Insiderhandelsskandalen der 80er Jahre. Siehe *Baum/Breidenbach* (Fußn. 18), S. 12 f.

<sup>24</sup> Allein § 106 SOA erwähnt ausdrücklich eine extraterritoriale Anwendung.

<sup>25</sup> Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9).

<sup>26</sup> Nach § 13 Abs. (a) Exchange Act müssen Gesellschaften, die bei der SEC nach § 12 Exchange Act eingetragen sind, bei der SEC Jahres- und Quartalsberichte einreichen. Nach § 15 Abs. (d) Exchange Act muss jeder Emittent, der mehr als 500 Aktionäre und ein Gesamtvermögen von mehr als US\$10 Millionen hat (§ 12 Abs. (g) Exchange Act und Exchange Act Regel 12g-1), den gleichen Berichtspflichten wie eine börsennotierte Gesellschaft nachkommen (siehe *Loss/Seligman* (Fußn. 5), S. 471 ff.).

<sup>27</sup> Sonderregeln bestehen für den Jahresbericht eines *foreign private issuer* (siehe 17 CFR 249.220f); ein *foreign private issuer* unterliegt nicht der Pflicht Quartalsberichte abzuliefern (siehe 17 CFR 240.13a-16(b)), und die Ad-Hoc Mitteilungen eines *foreign private issuer* richten sich nicht nach den gleichen Maßstäben wie die Mitteilungen eines inländischen Emittenten (siehe 17 CFR 240.13a-11(b)).



SOA schlicht beim Wort zu nehmen und die Bestätigungspflicht auch auf nicht-amerikanische Gesellschaften anzuwenden<sup>28</sup>, weil §§ 13 Abs. (a) und 15 Abs. (d) Exchange Act keinen Unterschied zwischen ausländischen und inländischen Gesellschaften machen.

Nach dem Wortlaut des SOA lässt sich aber bezweifeln, ob die Bestätigungspflicht – wie die SEC behauptet – tatsächlich für ausländischen Gesellschaften gelten soll. § 302 SOA besteht aus drei Absätzen: Abs. (a) bestimmt den Inhalt der pflichtgemäß zu erbringenden Bestätigung, Abs. (b) sieht vor, dass die Verlegung des Sitzes einer Aktiengesellschaft aus den Vereinigten Staaten keine Befreiung von der Bestätigungspflicht bewirkt und Abs. (c) ermächtigt die SEC zur Verabschiedung einer Einführungsverordnung. Die Auffassung der SEC verletzt die Auslegungsregel, nach der die Auslegung eines Gesetzes einen Teil dieses Gesetzes nicht unterlaufen darf<sup>29</sup>. Bezieht sich die Bestätigungspflicht nach § 302 Abs. (a) SOA bereits auf ausländische Gesellschaften, so könnte die Sitzverlegung einer amerikanischen Gesellschaft ins Ausland von vornherein keine Wirkung zeitigen. § 302 Abs. (b) liefe dann komplett leer.

Nach dieser neuen Doktrin könnte die SEC zukünftig versuchen, nicht-amerikanische Gesellschaften sämtlichen Pflichten aus dem SOA – einschließlich solchen aus dem Gesellschafts- und Arbeitsrecht – zu unterwerfen<sup>30</sup>, was zweifelsohne undurchführbar wäre. Eine solche aggressive Anwendung des Gesetzes ist möglich, aber recht unwahrscheinlich und hätte sich auch gegen die Einwände der Europäischen Kommission durchzusetzen<sup>31</sup>. Letztlich entscheidet sich die Frage der Anwendungstiefe des SOA auf nicht-amerikanische Gesellschaften hauptsächlich in

---

<sup>28</sup> Die SEC erläutert ihre neue Haltung wie folgt: "Section 302 of the Act makes no distinction between domestic and foreign issuers and, by its terms, clearly applies to foreign private issuers. New Exchange Act Rules 13a-14 and 15d-14, therefore, apply the certification requirement to the principal executive officers and principal financial officers of foreign private issuers that file reports under Section 13(a) or 15(d) of the Exchange Act." Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9), S. 57278.

<sup>29</sup> Siehe *Department of Revenue of Oregon v. ACF Industries, Inc., et al.*, 519 U.S. 332 (1994).

<sup>30</sup> Siehe *Lanfermann/Maul* (Fußn. 16), S. 1730 f. Zu bemerken ist, dass alle SOA-Einführungsverordnungen, die die SEC bislang veröffentlicht hat, den SOA gleichmäßig auf ausländische Gesellschaften anwendet.

<sup>31</sup> Siehe *Handelsblatt v. 29. August 2002*, "Die EU-Kommission strebt Ausnahmeregelungen für europäische Unternehmen von den verschärften US-Börsenvorschriften zur Verhinderung von Bilanzvergehen an".

den Einführungsverordnungen der SEC, und die Beteiligten haben hinreichend Gelegenheit<sup>32</sup>, Anmerkungen und Einwände zu den Verordnungsvorschlägen vorzubringen. Dies liegt in der Hand der notierten nicht-amerikanischen Gesellschaften und ihrer Rechtsberater.

Aber auch ohne "aggressive" Anwendung haben bereits zahlreiche Bestimmungen des SOA praktische Bedeutung für deutsche Unternehmen. Die durch den Gesetzgeber verlängerten Verjährungsfristen für die Prospekthaftung und für Betrug in Verbindung mit dem Verkauf von Wertpapieren sind auch gegenüber deutschen Unternehmen anwendbar, sofern sich diese Unternehmen an amerikanische Anleger wenden<sup>33</sup>. Die von der SEC vorgeschlagene Ausweitung der Ad-hoc Mitteilungspflichten könnte wohl bald auf ausländische Gesellschaften ausgedehnt werden<sup>34</sup>. Nach den von der NYSE gebilligten Corporate Governance-Bestimmungen müssten dann alle ausländischen börsennotierten Gesellschaften die Unterschiede zwischen den von ihrem Sitzstaat vorgeschriebenen Corporate Governance-Regeln und den Anforderungen der NYSE erklären. Um eine solche Erklärung abgeben zu können, müssen deutsche Gesellschaften, die an der NYSE notiert sind, die Übereinstimmungen und Unterschiede zwischen den Regeln der NYSE und den in Deutschland geltenden Regelungen zunächst kennen. Wie bereits angedeutet, werden deutsche Abschlussprüfer mangels einschlägiger Befreiungen für europäische Wirtschaftsprüfer nach § 106 auch unter der Aufsicht des neuen Abschlussprüfungsaufsichtsrats für börsennotierte Gesellschaften (*Public Company Accounting Oversight Board* – im folgenden "Abschlussprüfungsaufsichtsrat") stehen, sofern sie eine an einer amerikanischen Börse notierte Gesellschaft prüfen<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> Das war nicht der Fall bei dem Release über die Bestätigungspflicht nach § 302 SOA. Die SEC hat wahrscheinlich gegen 5 U.S.C. 553(b) (the Administrative Procedure Act) verstoßen, weil sie den Beteiligten zur Frage der Bestätigungspflicht ausländischer Gesellschaften keine angemessene Frist gesetzt hat, innerhalb derer die betroffenen Gesellschaften ihre Anmerkungen äußern konnten. Näher dazu unten (Teil III).

<sup>33</sup> Zu den verschärften Strafandrohungen und den verlängerten Verjährungsfristen für eine Prospekthaftung sowie dem Zuständigkeitsbereich der amerikanischen Gerichte vgl. Teil II.5.

<sup>34</sup> Der aktuelle Vorschlag betrifft nur Form 8-K, der von amerikanischen Gesellschaften verwendet wird. Vgl. dazu Teil III.3.

<sup>35</sup> Siehe Lenz, Sarbanes-Oxley Act of 2002 – Abschied von der Selbstregulierung der Wirtschaftsprüfer in den USA, BB 2002, S. 2270.

#### 4. Theoretische Gesichtspunkte

Die Anwendung des SOA außerhalb des Hoheitsgebiets der Vereinigten Staaten wirft Probleme auf, die sich politisch erledigen oder aus wirtschaftlichen Gründen erübrigen werden<sup>36</sup>. Aber aus theoretischer Sicht zeigen die jüngsten amerikanischen Reformmaßnahmen Tendenzen, die wichtige gesellschaftsrechtliche Lehren bestätigen. Erstens wird ein Kennzeichen des wachsenden Wettbewerbs zwischen den verschiedenen Börsen des internationalen Kapitalmarkts<sup>37</sup> verdeutlicht. Nach Meinung zahlreicher Stimmen sollte eine solche Wettbewerbssituation Anlass zur Deregulierung geben, damit der Markt für die Emittenten billiger und einfacher gestaltet werden kann<sup>38</sup>. Aber die oben genannten Reformmaßnahmen bewirken einen Wettbewerb, der sich in die entgegengesetzte Richtung entwickelt: Die Aufsichtsmaßnahmen werden strenger, die Regulierung nimmt zu und ebenso Anstrengungen, ein klares Bild vom laufenden Betrieb der notierten Gesellschaft zu erhalten. Was wir sehen, ist also, um *Coffee* zu zitieren, ein "*race towards the top*"<sup>39</sup>.

Zweitens lässt die Reform eine Annäherung der amerikanischen an die deutsche Verwaltungsstruktur erkennen - im Sinne sogenannter "formaler Konvergenz". Das amerikanische Schrifttum unterscheidet zwischen "funktionaler" und "formaler" Konvergenz<sup>40</sup>. Wenn zwei Corporate Governance-Systeme dem gleichen Zweck –

---

<sup>36</sup> Wenigstens drei mögliche Auswirkungen, die mehr mit politischen und wirtschaftlichen als mit rechtlichen Entscheidungen zu tun haben, sind vorstellbar: (1) Die SEC und die amerikanischen Börsen gewähren Befreiungen soweit wie möglich und die ausländischen Gesellschaften kommen mit den sonstigen neuen Pflichten zurecht. (2) Die SEC versucht, den SOA wenigstens "funktional" im Ausland durchzusetzen und die europäischen Gesellschaften beweisen gleichwertige Regeln ihres Sitzlandes, die von der SEC anzunehmen sind. (3) Die SEC versucht, den SOA nicht bloß "funktional" sondern buchstäblich im Ausland umzusetzen und entweder löst die Europäische Union die Probleme auf der politischen Ebene, die europäischen Gesellschaften entfliehen den amerikanischen Börsen oder das europäische Gesellschaftsrecht passt sich dem SOA an.

<sup>37</sup> Siehe *Lamfalussy* (Vorsitzender), "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets" 15 Februar 2001, Chapter I, The Reasons for Change.

<sup>38</sup> *Romano*, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation", 107 Yale L. J. 2359 (1998).

<sup>39</sup> *Coffee*, "Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance" 30. Mai 2002, nachzulesen in der Social Science Research Network electronic library unter: [http://ssrn.com/abstract\\_id=315840](http://ssrn.com/abstract_id=315840).

<sup>40</sup> Siehe *Coffee*, "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications", Northwestern University L.R. 1999, S. 641, 657

auch mit verschiedenen Strukturen – dienen, spricht man von *funktionaler* Konvergenz. Nach dieser Begriffsbestimmung sind deutsche und amerikanische Verwaltungsorgane schon längst funktional konvergent, weil beide Systeme (mit unterschiedlichem Erfolg) nach Überwachungs- und Leitungsfunktionen strukturiert sind. Zwei Systeme, die die gleichen Strukturen und Bestimmungen verwenden, um dem gleichen Zweck zu dienen, sind *formal* konvergent. Die Einführung von "unabhängigen" Mitgliedern in amerikanischen Verwaltungsräten hat eine zunehmende Trennung der Leitungsaufgaben von den Aufsichtsaufgaben zur Folge. Dabei handeln die "unabhängigen" Mitglieder innerhalb des Verwaltungsrats (*Board*) nicht unkoordiniert, sondern innerhalb von Board-Ausschüssen mit besonderen Aufsichtsaufgaben<sup>41</sup>. Ausschüsse, die ausschließlich der Überwachung der Geschäftsführung dienen, weisen bereits in formaler Hinsicht starke Ähnlichkeiten mit einem Aufsichtsrat auf. Bereits 1995 bemerkte *Baums*, dass sich das einstufige amerikanische Verwaltungsorgan in die Richtung des zweistufigen deutschen Modells entwickelt<sup>42</sup>.

Entwicklungsgeschichtlich ist eine solche Konvergenz nicht überraschend. Die Trennung der Kompetenzen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat kennzeichnete schon die ersten amerikanischen Unternehmen<sup>43</sup> und beruht auf einem Rechtsgedanken, der für das amerikanische juristische Denken grundlegend ist: die Gewaltenteilung. In der Debatte der 1780er Jahre um die Struktur der zukünftigen amerikanischen Regierung befürworteten die Verfasser die Verwendung der Gewaltenteilung, um die "Tyrannei" der Könige zu bekämpfen<sup>44</sup>. Obwohl die Grundlagen und Ausfor-

---

(1999) und *Gilson*, "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function", *American J. of Comp. Law* 2001, S. 329.

<sup>41</sup> Siehe *American Law Institute*, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1994, Part III-A.

<sup>42</sup> *Baums*, "Der Aufsichtsrat – Aufgaben und Reformfragen", *ZIP* 1995, 11, 15.

<sup>43</sup> Die Virginia Company of London und die Virginia Company of Plymouth wurden von zwei Verwaltungsorganen geleitet: einem Aufsichtsrat in London und einem Vorstand in Amerika. *Monks/Minow*, *Watching the Watchers: Corporate Governance of the 21<sup>st</sup> Century*, S. 168 f. Das Gesellschaftsrecht des Bundesstaats New Jersey von 1791 gestattete die Gründung einer Gesellschaft durch Alexander Hamilton, die von einem 13-köpfigen Vorstand und einem aufsichtsbezogenen "Committee of Inspectors" geführt wurde. *Id.* Auch das Gesetz, das in der grundlegenden verfassungsrechtlichen Entscheidung zu den *The Trustees of Dartmouth College* zur Anwendung kam, sah ein zweistufiges Modell vor, bei dem die Verwaltung "*is divided between two boards.*" *The Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 4 Wheat 518, 554 (1816).

<sup>44</sup> In dieser Debatte wurden die Vorzüge der Gewaltenteilung hervorgehoben: "*No political truth is certainly of greater intrinsic value, or is stamped with the authority of more enlightened patrons of liberty,*" und auf der anderen Seite wurde die Konzentration von

mungen der Gewaltenteilung im staatsorganisatorischen und gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang sicherlich verschieden sind, ist letztlich der Grund für die Gewaltenteilung derselbe: ein Mensch, der unbeschränkte Macht besitzt, wird diese oft missbrauchen. Ähnlich wird heute gegen die Position der amerikanischen *Chief Executive Officers* (im folgenden: CEOs) argumentiert<sup>45</sup>. In Verbindung mit einem (erfolglosen) Versuch aus dem Jahr 1992, die Position des CEO von dem Amt des Vorstandvorsitzenden der Sears, Roebuck Corp. zu spalten, hieß es: "I believe a person in the position of Chairman/CEO is subject to an inherent conflict of interest . . . . This conflict, in my opinion, results from the obvious concentration of power and lack of accountability that results from combining the two positions"<sup>46</sup>. Auf deutsch frei übersetzt: "Ein Aufsichtsratsmitglied kann nicht zugleich Vorstandsmitglied" sein (§ 105 Abs. 1 AktG).

## II. Die Gesetzgebung: Der Sarbanes-Oxley Act of 2002

### 1. Einleitung

Der SOA versucht, das Anlegervertrauen in die amerikanischen Gesellschaften durch fünf Arten von Maßnahmen zu stärken: Erstens werden bestimmte Tätigkeiten der Board-Mitglieder – wie z.B. Transaktionen, hinter denen sich Interessenkonflikte verbergen und die Manipulationsmöglichkeiten hinsichtlich der eigenen Vergütung eröffnen - strenger reguliert. Zweitens wird die Aufsichtsfunktion des Board durch den Prüfungsausschuss (*Audit Committee*) gestärkt. Drittens wird die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer strenger geregelt, insbesondere durch Einführung eines Wirtschaftsprüfungsaufsichtsrats, der die Gründlichkeit und Unbefangenheit der Abschlussprüfung erhalten und bewahren soll. Viertens sollen Unternehmen zu laufenden Veröffentlichungen verpflichtet, und der Inhalt dieser Veröffentlichungen breiter und strenger kontrolliert werden. Fünftens wird die Geschäftsführung börsennotierter

---

Macht in einem Organ als "*the very definition of tyranny*" gekennzeichnet. *Madison*, "Federalist Nr. 47: The Particular Structure of the New Government and the Distribution of Power Among Its Different Parts", 1788.

<sup>45</sup> In dem akademischen Schrifttum wird die außerordentlich große Macht der amerikanischen CEO schon seit Jahrzehnten beklagt. Siehe z.B. *Monks/Minow*, *Watching* (Fußn. 43), S. 173 ff. Seitdem ein großer Teil der amerikanischen Bevölkerung erhebliche Anteile ihrer Lebensersparnisse unter der Misswirtschaft der CEO verloren hat, wird diese "Tyrannei" auch in den Medien heiß erörtert. Siehe z.B. *The New York Times*, "The Imperial Chief Executive Is Suddenly in the Cross Hairs", 24. Juni 2002; eine reiche Auswahl an Artikeln findet sich <http://www.thecorporatelibrary.com>.

<sup>46</sup> *Monks/Minow*, *Watching* (Fußn. 43), S. 211.

Gesellschaften – unter Androhung härterer Strafen – stärker in die persönliche Verantwortung für das Finanzwesen genommen.

Nicht alle diese Maßnahmen sind neu und nicht alle sind "Corporate Governance-Maßnahmen". Die strenge Regulierung von Transaktionen, die Interessenkonflikte bergen und die Vorschrift, dass die Mitglieder der Board-Ausschüsse besonderen Vorschriften genügen müssen, sind Corporate Governance-Maßnahmen, die der Art nach bislang fast ausschließlich in den Treuepflichten der einzelstaatlichen Aktienrechte oder in bundesgesetzlichen Regelungen des Wertpapierhandels Ausdruck fanden. Die Einführung eines Wirtschaftsprüfungsaufsichtsrats ist keine Corporate Governance-Maßnahme, aber eine äußerst wichtige Aufsichtsmaßnahme für die Prüfungsbranche. Berichterstattungs- und Veröffentlichungspflichten sind die grundlegenden Pflichten des amerikanischen Wertpapieraufsichtsrechts. Auch vor dem SOA wurden in § 32 Abs. (a) des Securities Exchange Act of 1934 (im folgenden: "Exchange Act") harte Strafen angedroht, aber nunmehr zielen sie eindeutig auf die Spitze der Geschäftsführung. Diese grobe Aufteilung der Pflichten durch den SOA soll verdeutlichen, warum das Gesetz solch eine Beunruhigung im Ausland verursacht hat. Nicht-amerikanische Gesellschaften, die an amerikanischen Börsen notiert sind, müssen schon seit langem bestimmte Berichterstattungspflichten erfüllen<sup>47</sup>. Auch die Bestätigungspflicht bringt nicht viel Neues, weil zivil- und strafrechtliche Klagen über den Inhalt der Berichte bereits nach dem Exchange Act zulässig (siehe Nr. 5, unten) waren. Aber die Anwendung der Corporate Governance-Maßnahmen – z.B. die Unabhängigkeitsvoraussetzungen für Mitglieder des Prüfungsausschusses – bringt die verschiedenen Aktienrechtssysteme miteinander in Konflikt<sup>48</sup>. Solche Konflikte traten bisher kaum zu Tage, weil sich die Corporate Governance-Maßnahmen fast ausschließlich in den Börsenzulassungsregeln fanden und die Börsen gewöhnlich Befreiungen von solchen Erfordernissen gewährten. Befreiungs- und Anpassungsmöglichkeiten sind auch in Zukunft durch Einführungsverordnungen der SEC

---

<sup>47</sup> Siehe *Quinn/Jarmel* (Fußn. 21), S. 72 ff.

<sup>48</sup> Die Frage der Aufsicht über die Wirtschaftsprüfer wirft zahlreiche Fragen auf, die die Grenzen dieses Beitrags sprengen. Seit Jahren wurde die Kluft zwischen den verschiedenen Rechnungslegungsstandards (HGB, US GAAP, IAS) als eine der wichtigsten Hindernisse zum internationalen Kapitalmarkt betrachtet (siehe z.B., *von Rosen*, "Attraktiver Weg zum Kapitalmarkt", in *von Rosen/Seifert* (Fußn. 20), S. 17, 26 f.). Eine Änderung der Aufsicht in den Vereinigten Staaten wirft die Verhandlungen über das Thema wieder ein Stück weit zurück und fordert eine Kompromisslösung zwischen europäischen und amerikanischen Aufsichtsstellen.

denkbar, wurden aber seit Verabschiedung des SOA nur sehr begrenzt umgesetzt (Teil III).

## 2. Einschränkungen der Tätigkeiten von Board-Mitgliedern

Die nunmehr streng reglementierten Transaktionen, die Interessenkonflikte in sich bergen könnten, unterlagen in der Vergangenheit in der Regel nur bestimmten Veröffentlichungspflichten. Die Gewährung erheblicher Kredite durch eine Gesellschaft an ihre Board-Mitglieder war schon in der Vergangenheit als potenzieller Interessenkonflikt nach Nr. 404 der Regulation S-K<sup>49</sup> (für amerikanische Gesellschaften) und Item 7.B.e.2 des Formblatts 20-F<sup>50</sup> (für ausländische Gesellschaften) veröffentlichungspflichtig. Nunmehr wurde die Schraube durch ein grundsätzliches Verbot solcher Kredite an Board-Mitglieder oder an andere Geschäftsleiter nach § 402 SOA, § 13 Abs. (k) Exchange Act i.d.F. des SOA (mit wenigen Ausnahmen für kleinere handelsübliche Kredite)<sup>51</sup> weiter angezogen. Organkredite, die sich nicht innerhalb des engen Rahmens erlaubter Darlehen bewegen, wären auch dann gesetzwidrig, wenn sie vom Board gebilligt worden sind (z. B. für eine deutsche Aktiengesellschaft durch den Aufsichtsrat gemäß §§ 89, 115 AktG). Dieses Verbot wendet sich an jeden Emittenten (*issuer*). Der Begriff *issuer* umfasst in diesem Zusammenhang alle Gesellschaften, die eine bestimmte Größe überschreiten<sup>52</sup> oder an einer amerikani-

---

<sup>49</sup> Veröffentlichung von Geschäften mit einem Volumen von mehr als US\$ 60.000 zwischen dem Unternehmen und einem Mitglied des Board, einem Großaktionär oder einem seiner Familienmitglieder. Siehe 17 CFR 229.404.

<sup>50</sup> Veröffentlichung von Krediten, die von der Gesellschaft an die Geschäftsführung gewährt werden. Siehe 17 CFR 240.220f.

<sup>51</sup> Nach § 402(c) betrifft das Verbot nicht "*home improvement and manufactured home loans (as that term is defined in section 5 of the Home Owners' Loan Act (12 U.S.C. 1464)), consumer credit (as defined in section 103 of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1602)), or any extension of credit under an open end credit plan (as defined in section 103 of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1602)), or a charge card (as defined in section 127(c)(4)(e) of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1637(c)(4)(e)), or any extension of credit by a broker or dealer registered under section 15 of this title to an employee of that broker or dealer to buy, trade, or carry securities, that is permitted under rules or regulations of the Board of Governors of the Federal Reserve System pursuant to section 7 of this title (other than an extension of credit that would be used to purchase the stock of that issuer), that is (A) made or provided in the ordinary course of the consumer credit business of such issuer; (B) of a type that is generally made available by such issuer to the public; and (C) made by such issuer on market terms, or terms that are no more favorable than those offered by the issuer to the general public for such extensions of credit.*"

<sup>52</sup> Nach § 12 Abs. (g) Exchange Act und Exchange Act Regel 12g-1 (17 CFR 240.12g-1) muss jeder Emittent, der mehr als 500 Aktionäre und ein Gesamtvermögen von über

schen Börse notiert sind<sup>53</sup>, auch die nicht-amerikanischen Gesellschaften. Die SEC kann aber nach § 15 Exchange Act Befreiungen von jeder Bestimmung des Exchange Act – außer einigen Bestimmungen für Makler<sup>54</sup> – gewähren. Um einen Konflikt mit deutschem Recht im Hinblick auf Organkredite zu vermeiden, scheint eine Befreiung von § 402 SOA nötig zu sein.

Schon nach § 16 Abs. (b) Exchange Act müssen Geschäftsleiter den Gewinn, den sie mit dem Handel in Aktien der Gesellschaft innerhalb einer Spekulationsfrist von sechs Monaten erzielen ("*short swing profits*") an die Gesellschaft zurückerstatten. Der SOA stellt eine vergleichbare Regel auf, um den Bilanzbetrug in bezug auf Aktienoptionspläne zu bekämpfen. § 304 SOA schreibt die Rückerstattung zu Unrecht ausgezahlter erfolgsbezogener Vergütung vor. Der Zweck der erfolgsbezogenen Vergütung – die meistens in Form von Aktienoptionen für Board-Mitglieder gestaltet wird – ist es, "die Interessen der Manager mit denen der Aktionäre besser in Deckung zu bringen"<sup>55</sup>. Aber wenn die Vergütung der Board-Mitglieder bloß vom Erreichen eines bestimmten Aktienkurses abhängt<sup>56</sup>, kann ein im Quartalsbericht ausgewiesenes positives Betriebsergebnis einen erhöhten Kurs verursachen und so die Gewährung bzw. die Ausübung der Optionen auslösen. Die Vielzahl der in den letzten Jahren festgestellten Fälle von Bilanzbetrug<sup>57</sup> zeigt, dass "falsch strukturierte und

---

US\$ 10 Millionen hat, die gleichen Berichtspflichten wie eine börsennotierte Gesellschaft erfüllen.

<sup>53</sup> § 2 Abs. (a) Nr. (7) SOA bestimmt den Begriff "*issuer*" wie folgt: " — *The term "issuer" means an issuer (as defined in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c)), the securities of which are registered under section 12 of that Act (15 U.S.C. 78l), or that is required to file reports under section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)), or that files or has filed a registration statement that has not yet become effective under the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.), and that it has not withdrawn.*" Die Aktien eines Emittents, der an einer amerikanischen Börse notiert ist, wurden nach § 12 Abs. (b) Exchange Act bei der SEC eingetragen. Siehe *Loss/Seligman* (Fußn.5), S. 187.

<sup>54</sup> Siehe §36 Abs. (b) Exchange Act.

<sup>55</sup> *Baums*, "Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder", in Festschrift Claussen (1997), S. 3, 7.

<sup>56</sup> Die deutsche Regierungskommission für Corporate Governance hat vorgeschlagen, dass Vorstandsmitglieder ihre erfolgsabhängige Vergütung nicht in Anspruch nehmen dürfen, wenn das Erfolgsziel nicht durch die Leistung derselben Mitglieder erreicht worden sein kann. Hierdurch könnte der Antrieb zum Bilanzbetrug entfallen. Siehe *Baums*, Bericht der Regierungskommission "Corporate Governance", 2001, D2.21 Rn. 43.

<sup>57</sup> Siehe z. B. *The Washington Post*, "Loans Hidden, Enron Probers Say", 22. Juli 2002 (über Schulden, die als Verkäufe bilanziert wurden); *The Washington Post*, "WorldCom



geradezu abenteuerlich überzogene Aktienoptionsprogramme für Manager, die dadurch den Anreiz erhielten, unentwegt gute Nachrichten zu publizieren, die Risiken dagegen zu verstecken,"<sup>58</sup> einen starken Anreiz zur Bilanzfälschung liefern können<sup>59</sup>. Nach § 304 SOA muss jeder Geschäftsleiter, der solche erfolgsbezogenen Vergütungsbeträge aufgrund eines gesetzwidrigen Finanzberichts bekommt, den Gesamtbetrag an die Gesellschaft zurückzahlen. Auch in diesen Zusammenhang ist zu bemerken, dass die SEC nach § 304 Abs. (b) SOA Befreiungen von dieser Pflicht erteilen kann.

§ 306 SOA richtet sich gegen Insiderhandel zum Nachteil der Arbeitnehmer, wie er etwa im Fall Enron vorgekommen ist<sup>60</sup>. Nach dieser Bestimmung dürfen Geschäftsleiter der Gesellschaft während eines Zeitraums, in dem mehr als 50% der Mitglieder eines Pensionsplans (*individual account plans*) Aktien weder kaufen noch verkaufen dürfen (*blackout period*), entsprechende Geschäfte ebenfalls nicht tätigen<sup>61</sup>. Gemäß § 303 SOA ist es jetzt für Mitglieder des Board oder andere Geschäftsleiter ausdrücklich verboten, Einfluss auf den Wirtschaftsprüfer zu nehmen oder diesem gegenüber falsche Angaben zu machen, sofern ein solcher Einfluss oder solche Angaben einen nicht unerheblich irreführenden Jahresabschluss verursachen. Ein solches Verhalten war auch bisher schon nach verschiedenen Bestimmun-

---

Says Its Books Are Off By \$3.8 Billion", 26. Juni 2002 (über betriebliche Aufwände, die als Kapitalanlage bilanziert wurden); *The New York Times*, "Xerox to Restate Earnings by \$1.9 Billion", 28. Juni 2002 (über Erträge aus Leasinggeschäften, die falschen Geschäftsjahren zugerechnet wurden). Siehe auch Sauer, "Financial Statement Fraud: The Boundaries of Liability Under the Federal Securities Law", *The Business Lawyer* 2002, S. 955.

<sup>58</sup> Baums, "Anlegerschutz und Neuer Markt," ZHR 2002 375, 380.

<sup>59</sup> Während seiner Sachverständigenaussage vor dem amerikanischen Senat meinte Greenspan, "*the highly desirable spread of shareholding and options among business managers perversely created incentives to artificially inflate reported earnings in order to keep stock prices high and rising. This outcome suggests that the options were poorly structured, and, consequently, they failed to properly align the long-term interests of shareholders and managers, the paradigm so essential for effective corporate governance.*" Greenspan (Fußn. 6). Der Hintergrund vieler Fallen des Bilanzbetrugs sind bei Schwarz/Holland, "Enron, WorldCom . . . und die Corporate-Governance-Diskussion" ZIP 2002, S. 1661 ausführlich dargestellt.

<sup>60</sup> Siehe Schwarz/Holland (Fußn. 59), S. 1665.

<sup>61</sup> In ihrer vorgeschlagenen Einführungsverordnung für diese Bestimmung erklärt die SEC eine Absicht, das Verbot nur auf Gesellschaften, deren Aktionäre mehrheitlich innerhalb der Vereinigten Staaten ansässig sind, anzuwenden. Siehe Proposed Rule: Insider Trades During Pension Fund Blackout Periods, SEC Release Nr. 34-46778, 67 *Federal Register* 69430 (15. Nov. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 240, 245 and 249) ("Release Nr. 34-46778").

gen des Exchange Act und des Securities Act gesetzeswidrig. Das neue Verbot wird allerdings von der SEC umgesetzt, und die SEC hat bereits Umsetzungsregeln vorgeschlagen<sup>62</sup>. Die aktuelle Fassung des § 16 Abs. (a) Exchange Act schreibt jedem Geschäftsleiter oder Anteilseigner, der mehr als 10 % des Grundkapitals einer börsennotierten Gesellschaft hält, vor, jede von ihm eingegangene wertpapierbezogene Swapvereinbarung innerhalb von zehn Tagen bei der SEC zu melden. Der durch § 403 SOA geänderte § 16 Abs. (a) sieht zukünftig für solche Meldungen nur noch zwei Tage vor. Wegen einer bestehenden Befreiung ist § 16 Exchange Act nicht auf eine ausländische Gesellschaft (*foreign private issuer*) anwendbar<sup>63</sup>.

### 3. Strengere Unabhängigkeitsvoraussetzungen für den Prüfungsausschuss

Der SOA versucht, die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers auf drei Wegen zu gewährleisten: (1) die Unabhängigkeitsvoraussetzungen für Mitglieder des Prüfungsausschusses (*audit committee*) einer börsennotierten Gesellschaft wurden verschärft, und der Ausschuss selbst wurde gestärkt, (2) die zulässigen Beziehungen zwischen dem Abschlussprüfer und der Gesellschaft wurden begrenzt<sup>64</sup> und (3) es wurde ein Abschlussprüfungsaufsichtsrat für börsennotierte Gesellschaften (*Public Company Accounting Oversight Board*) geschaffen<sup>65</sup>. Ich halte nur die erste dieser

---

<sup>62</sup> Proposed Rule: Improper Influence on Conduct of Audits, SEC Release Nr. 34-46685, 67 *Federal Register* 65325 (24. Oktober 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Part 240). ("Release Nr. 34-46685").

<sup>63</sup> Exchange Act Rule 3a12-3 befreit die "*foreign private issuers*" von der Proxy-Regelung (14(a), 14(b), 14(c), 14(f) Exchange Act) und von der Regelung des § 16. Siehe 17 CFR 240.3a12-3.

<sup>64</sup> Nach § 201 SOA darf ein Abschlussprüfer die folgenden Dienstleistungen für eine Gesellschaft, deren Bücher er prüft, nicht erbringen: (1) Buchhaltung und andere Dienstleistungen, die in Beziehung zu den finanziellen Unterlagen des Mandats stehen; (2) Gestaltung und Einführung von Informationssystemen für finanzielle Informationen; (3) Bonitäts- oder Bewertungsdienstleistungen oder Sacheinlageprüfungen; (4) versicherungsmathematische Dienstleistungen; (5) Übernahme von ausgelagerten internen Prüfungstätigkeiten; (6) Dienstleistungen in Verbindung mit der Geschäftsleitung oder Personalabteilung; (7) Dienstleistungen in den Bereichen Maklertätigkeit, Anlageberatung oder Investment Banking; (8) Rechtsberatung und andere Dienstleistungen, die mit der Prüfung nicht wesentlich verwandt sind; und (9) alle anderen Dienstleistungen, die vom Abschlussprüfungsaufsichtsrat genannt werden.

<sup>65</sup> Das auf Vertrauen basierende "peer review"-Aufsichtsmodell, das für amerikanische Abschlussprüfer seit 1973 besteht (Siehe dazu *Lenz* (Fußn. 35) und *Haller*, "Wesentliche Ziele und Merkmale US-amerikanischer Rechnungslegung" in Ballwieser (Hrsg.), *US-amerikanische Rechnungslegung*, 2000, S. 1, 5 ff.), wird durch den SOA abgeschafft. Nach § 101 SOA wird in Zukunft ein aus fünf Mitgliedern bestehender Abschlussprüfungsaufsichtsrat die Prüfung börsennotierter Gesellschaften beaufsichtigen. Nur zwei Mitglieder dürfen Abschlussprüfer sein und falls der Vorsitzende ein Abschlussprüfer ist, darf er seine Abschlussprüfertätigkeit während der letzten fünf Jahre

Maßnahmen für eine Corporate Governance-Maßnahme<sup>66</sup>. Die beiden letzteren Maßnahmen sind zwar äußerst wichtig, und die Ankündigung ihrer Anwendung auf nicht-amerikanische Prüfungsgesellschaften hat einige Aufregung verursacht, aber sie liegen außerhalb des Rahmens dieser Betrachtungen.

#### a. Die Ausgestaltung und Aufgaben des Prüfungsausschusses

Ein Prüfungsausschuss (*audit committee*) ist ein Ausschuss, der das Board in seinen Aufsichtsaufgaben unterstützt und regelmäßig die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers sowie die Angemessenheit der internen Kontrollverfahren für die Erstellung der Unternehmensinformation und Finanzwesen kontrolliert<sup>67</sup>. Obwohl die Einführung eines Prüfungsausschusses schon 1972 von der SEC vorgeschlagen

---

vor seiner Bestellung nicht ausgeübt haben (§ 101 Abs. e Nr. 2 SOA). Die SEC wird alle Mitglieder nach Anhörung des Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System und des Secretary of the Treasury (§ 101 Abs.(e) Nr. (4) SOA) für eine fünfjährige Amtszeit (§ 101 Abs.(e) Nr. (5) SOA) ernennen. Der Abschlussprüfungsaufsichtsrat steht unter der Aufsicht der SEC (§ 107 SOA), wobei die SEC dessen Mitglieder vor Ablauf ihrer Amtszeit aus wichtigem Grund abberufen kann (§ 101 Abs.(e) Nr. (6) SOA). Nach § 106 SOA fallen auch nicht-amerikanische Abschlussprüfer unter die Kompetenz des Abschlussprüfungsaufsichtsrats. Wenn ein nicht-amerikanischer Abschlussprüfer einen Prüfungsvermerk ausstellt, auf den sich ein amerikanischer Abschlussprüfer verlässt, erhält der Abschlussprüfungsaufsichtsrat nach § 106 Abs.(b) die betreffenden Akten des ausländischen Prüfers zur Einsicht, der ausländische Prüfer selbst unterliegt der örtlichen Zuständigkeit der amerikanischen Bundesgerichte. Nach § 106 Abs. (c) haben jedoch beide, Abschlussprüfungsaufsichtsrat und SEC, die Befugnis, Ausnahmen für ausländische Abschlussprüfer auszusprechen. Es ist nicht zu erwarten, dass die SEC einen nicht-amerikanischen Abschlussprüfer den Rechnungslegungsnormen des Abschlussprüfungsaufsichtsrats unterwirft. (Siehe Interview mit ehemaligen SEC-Chef Harvey Pitt, *Die Handelsblatt*, "SEC-Chef Pitt geht auf deutsche Wirtschaft zu", 11. Oktober 2002.

<sup>66</sup> In diesem Aufsatz versteht der Verfasser "Corporate Governance" im engen Sinn, der vom *American Law Institute* in den Principles of Corporate Governance verwendet wurde: "the objective and conduct of the business corporation, the structure of the corporation, the duty of care, the duty of fair dealing, the role of directors and shareholders in transactions in control and tender offers, and remedies." *American Law Institute* (Fußn. 41), S. XXV.

<sup>67</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3.05. Der Deutsche Corporate Governance Kodex liefert eine Begriffsbestimmung, die nach der Einführung des SOA auch ein amerikanisches *audit committee* gut beschreiben würde: "Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung und des Risikomanagements, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst." Kodex 5.3.2. Siehe auch *Schiessl*, Deutsche Corporate Governance post Enron, AG 2002, S. 593, 600 f.

wurde<sup>68</sup>, ist die Errichtung eines solchen Ausschusses nicht gesetzlich vorgeschrieben (auch nicht nach dem SOA). Das Erfordernis, einen Prüfungsausschuss zu errichten kommt lediglich in den Corporate Governance-Vorschriften der amerikanischen Börsen zum Ausdruck<sup>69</sup>. Nach der Begriffsbestimmung des SOA werden im Falle des Fehlens eines Prüfungsausschusses die für ihn geltenden Voraussetzungen – einschließlich der Unabhängigkeitsvoraussetzungen – auf das gesamten Board angewendet<sup>70</sup>. Wenn die SEC keine Befreiung nach § 10A Abs. (m) Nr. (3) Buchstabe (C) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA für ausländische Gesellschaften erteilt, werden die Unabhängigkeitsvoraussetzungen auch für deutsche Gesellschaften gelten. Zur Durchsetzung dieser Regel muss die SEC nach § 301 SOA bis Juni 2003 eine Verordnung verabschieden. Sanktion für eine Verletzung dieser Regel ist nach § 10A Abs. (m) Nr. (1) Buchstabe (A) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA das zwangsweise Delisting.

Der Prüfungsausschuss erteilt dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag<sup>71</sup>, trifft die Honorarvereinbarung, überwacht den Abschlussprüfer und vermittelt bei Meinungsverschiedenheiten zwischen der Geschäftsleitung und dem Abschlussprüfer (§ 10A Abs. (m) Nr. (2) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA). Auch muss der Prüfungsausschuss dafür sorgen, dass Klagen und Anregungen von Mitarbeitern hinsichtlich der Rechnungslegung der Gesellschaft angenommen und vertraulich behandelt werden (§ 10A Abs. (m) Nr. (4) Buchst. (B) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA). Das Gesetz gibt dem Prüfungsausschuss das Recht, externe Berater einzuschalten (§ 10A Abs. (m) Nr. (5) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA) und verpflichtet die Gesellschaft, dem Prüfungsausschuss ausreichende Mittel für seine Tätigkeit zur

---

<sup>68</sup> Siehe SEC Erklärung: "Commission endorses the establishment by all publicly held companies of audit committees composed of outside directors," SEC Release Nr. 9548, 37 *Federal Register* S. 6850 (5. April 1972).

<sup>69</sup> Siehe z.B. Nr. 301.01(A) LCM (Fußn. 22): "*Audit Committee Policy. Each company must have a qualified audit committee.*"

<sup>70</sup> Gemäß § 3 Abs. (a) Nr. 58 Buchstabe (B) Exchange Act i.d.F. des § 205 Abs. (a) SOA muss, wenn kein Prüfungsausschuss (*audit committee*) vorgesehen ist, das "*entire board of directors of the issuer*" den Anforderungen, denen ein Prüfungsausschuss genügen muss, nachkommen.

<sup>71</sup> Es ist kaum zu erwarten, dass das Recht der Hauptversammlung nach § 119 Abs. 1 Nr. 4 den Abschlussprüfer zu bestellen, als eine Verletzung des SOA angesehen werden könnte. Zweck der Bestimmung ist gerade, die Bestellung des Abschlussprüfers nicht dem Vorstand zu überlassen, um die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers zu gewährleisten. Eine Bestellung durch die Hauptversammlung erfüllt diesen Zweck.

Verfügung zu stellen (§ 10A Abs. (m) Nr. (6) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA). Nach § 407 SOA muss die Gesellschaft eine Erklärung veröffentlichen, die bestätigt, dass ein Mitglied ihres Prüfungsausschusses ein Finanzsachverständiger ist, oder die Gründe angeben, warum dies nicht der Fall ist<sup>72</sup>.

Nach § 10 Abs. (k) Exchange Act i.d.F. des § 202 SOA darf der Abschlussprüfer für die Gesellschaft ohne vorherige Billigung des Prüfungsausschusses keine wesentliche Dienstleistung erbringen; jede nicht-prüfungsbezogene Dienstleistung muss im jeweiligen Jahres- oder Quartalbericht veröffentlicht werden. Der Wirtschaftsprüfer muss dem Prüfungsausschuss außerdem bedenkliche Bilanzierungsgrundsätze und mögliche alternative Bilanzierungsvorschläge sowie seine wesentliche Korrespondenz mit der Geschäftsleitung mitteilen (§ 10 Abs. (k) Exchange Act i.d.F. des § 202 SOA).

#### b. Die Unabhängigkeit der Mitglieder des Prüfungsausschusses

Gemäß § 10A Abs. (m) Nr. (3) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA muss jedes Mitglied des Prüfungsausschusses unabhängig (*independent*) sein. Danach darf ein "unabhängiges" Mitglied außer seinem Honorar als Mitglied des Prüfungsausschusses kein Beraterhonorar oder dergleichen von der Gesellschaft bekommen und keine mit der Gesellschaft verbundene Person (*affiliated person*) sein. Der Terminus "*affiliated person*" stammt aus § 2 Abs. (a) Nr. (2) Investment Company Act of 1940 (im folgenden: "Investment Company Act"). Danach ist eine „affiliated person“ eine Person, die

- (i) einen 5,0% übersteigenden Anteil des Grundkapitals einer anderen Gesellschaft direkt oder indirekt besitzt, kontrolliert oder dessen Stimmrechte ausüben darf;
- (ii) nach (i) beteiligt oder kontrolliert wird;
- (iii) von einer Gesellschaft nach (ii) direkt oder indirekt kontrolliert wird oder unter gemeinsamer Kontrolle zusammen mit einer Gesellschaft nach (ii) steht;

---

<sup>72</sup> In ihrer vorgeschlagenen Verordnung für die Umsetzung dieser Bestimmung erstreckt die SEC die Anwendung auch auf ausländische Gesellschaften. Siehe Proposed Rule: Disclosure Required by Sections 404, 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, SEC Release Nr. 33-8138; 34-46701; IC-25775, 67 *Federal Register* 66208 (30. Okt. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 210, 228, 229, 240, 249, 270 and 274) ("Release Nr. 34-46701").

(iv) ein Geschäftsleiter, Board-Mitglied, Partner oder Arbeitnehmer einer solchen Person ist<sup>73</sup>.

Weil nach deutschem Recht (§§ 76 Abs. 3 Satz 1, 100 Abs. 1 Satz 1 AktG) Organmitglied nur eine natürliche Person sein kann, sind in dieser Begriffsbestimmung nur die Elemente über natürliche Personen von Bedeutung, um abzugrenzen, wer in einer deutschen Gesellschaft Mitglied eines Prüfungsausschusses sein kann. Deshalb werden Aktionäre, die einen 5,0 % übersteigenden Anteil des Grundkapitals besitzen, und Geschäftsleiter, Board-Mitglieder<sup>74</sup>, Partner oder Arbeitnehmer einer verbundenen Gesellschaft als "nicht abhängig" betrachtet und von einer möglichen Mitgliedschaft in dem Prüfungsausschuss ausgeschlossen. Sollte kein Prüfungsausschuss vorhanden sein, sind die Unabhängigkeitsvoraussetzungen auf den Vorstand und den Aufsichtsrat insgesamt anwendbar. In einer Aktiengesellschaft könnte die Anwendung möglicherweise nur auf den Aufsichtsrat begrenzt werden<sup>75</sup>.

In dieser Hinsicht verursacht das im SOA vorgesehene Verbot, einen Mitarbeiter der Gesellschaft in den Prüfungsausschuss zu berufen, einen unnötigen Konflikt mit der deutschen Mitbestimmung. Ähnliche Beschränkungen finden sich auch in den Corporate Governance-Vorschriften der NYSE und des Nasdaq Stock Market, aber diese Vorschriften sind, wie schon oben unter I.6 erläutert, bisher auf deutsche Ge-

---

<sup>73</sup> 15 U.S.C. 80a-2 Abs. (a) Nr. (2): "*Affiliated person*" of another person means (A) any person directly or indirectly owning, controlling, or holding with power to vote, five per centum or more of the outstanding voting securities of such other person; (B) any person five per centum or more of whose outstanding voting securities are directly or indirectly owned, controlled, or held with power to vote by such other person; (C) any person directly or indirectly controlling, controlled by, or under common control with, such other person; (D) any officer, director, partner, copartner, or employee of such other person; (E) if such other person is an investment company, any investment adviser thereof or any member of an advisory board thereof; and (F) if such other person is an unincorporated investment company not having a board of directors, the depositor thereof." Zu bemerken ist, dass Buchstabe (E) und (F) der Begriffsbestimmung auch zwei Bestimmungen enthalten, die nur Kapitalanlagegesellschaften (*investment companies*) betreffen.

<sup>74</sup> Weil ein Mitglied des Prüfungsausschusses *per definitionem* ein Board-Mitglied sein muss (siehe § 10A Abs. (m) Nr. (3) lit. (A) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA), findet dieses Element der aus dem Investment Company Act herrührenden Begriffsbestimmung offensichtlich keine Anwendung.

<sup>75</sup> Die SEC hat bereits ihre Bereitschaft signalisiert, im Fall einer ausländischen Gesellschaft, bestimmte "Board"-Tätigkeiten auf den Aufsichtsrat zu begrenzen. Release No. 34-46701 überträgt die Kompetenz für eine Entscheidung über die Finanzfachkenntnis der Prüfungsausschussmitglieder dem Aufsichtsrat ("...we believe that the supervisory or non-management board would be the body within the company that is best-equipped to make the decision.") Release No. 34-46701 (Fußn. 72), S. 66212.

sellschaften aufgrund der üblichen Befreiungen in den Notierungsanforderungen für ausländische Gesellschaften nicht angewandt worden. Die pauschale Forderung, dass die Arbeitnehmer einer Gesellschaft keine nachhaltige Aufsichtsfunktion ausüben können, ist zu weitgehend. Dieses Verbot beruht auf einem Begriff von "Unabhängigkeit", der nicht auf Aufsichtszwecke zugeschnitten ist.

Der Terminus "*independent director*" wird im amerikanischen Schrifttum und Gesetzen uneinheitlich gebraucht und gelegentlich mit "*outside director*" oder "*non-managing director*" verwechselt<sup>76</sup>. Weil jeder "*outside director*" eine Aufsichtsfunktion ("*oversight*") innehat und die Risiken von Interessenkonflikten mindern soll, ist er mit einem deutschen Aufsichtsratsmitglied vergleichbar<sup>77</sup>. Solche Board-Mitglieder sind schon seit Jahrzehnten in den Boards amerikanischer Gesellschaften vertreten. Schon 1975 erwies eine von *Korn/Ferry* durchgeführte empirische Studie, dass amerikanische Gesellschaften durchschnittlich acht *outside* und fünf geschäftsführende Board-Mitglieder hatten<sup>78</sup>. Die neueste Reform soll auch die Unabhängigkeit dieser Mitglieder gewährleisten. Der Begriff der "Unabhängigkeit" hat in verschiedenen Regelungszusammenhängen unterschiedliche Bedeutungen und muss sich in jedem Fall – wie gesagt – von den Begriffen "*outside*", "*non-managing*" und "*interested*" unterscheiden. Ein "*outside*" oder "*non-managing*" Board-Mitglied ist ein Mitglied, das keine Leitungsfunktionen ausübt<sup>79</sup>. Ein "*interested*" Mitglied hat ein greifbares Interesse an einem bestimmten Geschäft oder Verhalten des Unternehmens<sup>80</sup>. Ein Mitglied könnte in Bezug auf ein bestimmtes Geschäft voreingenommen sein, aber hinsichtlich eines anderen Geschäfts unvoreingenommen bleiben. Ein an sich nicht unabhängiges Mitglied kann in Verbindung mit einem bestimmten Geschäft dennoch voreingenommen sein<sup>81</sup>. Letztlich kann auch ein Aktionär "*interested*" sein<sup>82</sup>.

---

<sup>76</sup> Siehe *von Hein*, Die Rolle des US-amerikanischen CEO gegenüber dem Board of Directors im Lichte neuerer Entwicklungen, RIW 2002, S. 501, 505 Fußn. 55.

<sup>77</sup> *Baums*, Personal Liabilities of Company Directors in German Law, ICCLR 1999, S. 318.

<sup>78</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3A.01, Reporters Note Nr. 3.

<sup>79</sup> *Clark*, Corporate Law, 1986, S. 107.

<sup>80</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 1.23.

<sup>81</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 1.23, Comment.

<sup>82</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 1.23 Abs. (b).

Der Begriff der "*affiliated person*", auf dem der Unabhängigkeitsbegriff des SOA beruht, passt im Regelungszusammenhang von § 17 Investment Company Act, um Interessenkonflikten, die aus bestimmten Geschäften mit Insidern stammen, vorzubeugen<sup>83</sup>. Solche Insider sind *interested* hinsichtlich solcher Geschäfte, die unter § 17 Investment Company Act fallen. In dieser Hinsicht begrenzt der Begriff "*affiliated person*" die Gruppe, die als (möglicherweise interessierte) Insider zu betrachten sind<sup>84</sup>. Aber alle Board-Mitglieder (geschäftsführende und aufsichtsführende) sind "Insider", und die Begriffe "*interested*" und "*independent*" stimmen nicht immer überein. Regeln wie das Organkreditverbot des § 402 SOA wenden sich gegen die Missbräuche der Insider. Die Aufsicht braucht aber, um eine unbefangene Entscheidung über das Handeln der Beaufsichtigten zu treffen, nicht alle Interessen bezüglich der Gesellschaft (etwa an deren wirtschaftlichem Erfolg) als verdächtig auszuschließen. Unabhängige Board-Mitglieder müssen ihre Aufsichtsfunktion hinsichtlich der *Geschäftsleitung* ausüben. Deshalb lassen enge Beziehungen zwischen einem unabhängigen Mitglied und den Geschäftsleitern mögliche Interessenkonflikte befürchten. Die in 1994 formulierten Grundsätze des *American Law Institute* (im folgenden: "ALI") verdeutlichen, dass eine konfliktträchtige Beziehung zwischen dem unabhängigen Mitglied *und der Geschäftsleitung* vermieden werden soll<sup>85</sup>. Eine solche Beziehung besteht aber nicht zwischen jedem *Arbeitnehmer* und der Geschäftsleitung. Ein Vertreter der Arbeitnehmer würde ein systematisches Interesse am Erhalt von Arbeitsplätzen vertreten (z.B. bei einer Unternehmensverschmelzung), aber dieses Interesse würde nur in besonderen Fällen seine Aufsichtsfähigkeit beeinträchtigen. Aufsichtstätigkeiten und der Status eines Arbeitnehmers sind nicht ohne weiteres unvereinbar<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> Siehe *Lemke/Lins/Smith*, Regulation of Investment Companies, 1999, Chapter 8.

<sup>84</sup> § 17 Investment Company Act richtet sich gegen "*self dealing*": § 17 Abs. (a) betrifft die Gewährung von Krediten an *affiliated persons*; § 17 Abs. (d) betrifft die Interessenkonflikten, die aus gemeinsamen Unternehmen resultieren können; § 17 Abs. (e) betrifft die Leistung von Maklertätigkeiten durch einen *affiliated person* und § 17 Abs. (f) betrifft die gefährliche gemeinsame Verwahrung der Vermögen verschiedener Personen. Siehe *Lemke/Lins/Smith* (Fußn. 83), §§ 8.01 und 8.02

<sup>85</sup> "*The board of every large publicly held corporation should have a majority of directors who are free of any significant relationship with the corporation's senior executives*" (Unterstreichung des Verf. – DD), *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3A.01 Abs. (a).

<sup>86</sup> Ein mögliches Gegenargument ist, dass ein Arbeitnehmer von der Geschäftsführung entlassen werden könnte und deshalb nicht unbefangen über die Geschäftsführung Aufsicht ausüben kann. Im Fall einer deutschen Gesellschaft steht aber der gesetzliche



Die Bestimmungen des SOA zum Prüfungsausschuss entsprechen zum größten Teil den Vorschriften, die von der NYSE und dem Nasdaq Stock Market vorgegeben werden. Die Vorschriften der NYSE sehen vor, dass überhaupt kein ehemaliger Arbeitnehmer, der vor weniger als fünf Jahren für die Gesellschaft gearbeitet hat, zum unabhängigen Mitglied bestellt werden darf. Beide Börsen verbieten eine Beziehung zwischen dem unabhängigen Mitglied und der Gesellschaft selbst<sup>87</sup>. Diese Vorschriften stammen nicht aus dem "*affiliated person*"-Begriff des Investment Company Act, sondern beruhen auf der Idee, dass der einzelne Arbeitnehmer, der später Board-Mitglied werden könnte, ein Manager ist, der Beziehungen zur Geschäftsleitung unterhält. Die Möglichkeit, dass z.B. ein arbeitnehmersvertretender Ingenieur ohne weiteres ins Board aufsteigen könnte, liegt außerhalb des amerikanischen Horizonts. Deshalb führt die Anwendung dieses Grundsatzes bei einer deutschen Gesellschaft zu mit der deutschen Rechtslage unvereinbaren Ergebnissen. Die Arbeitnehmersvertreter im Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft würden als nicht-unabhängig gelten, wenn sie vor weniger als fünf Jahren Arbeitnehmer der Gesellschaft waren. Ein Arbeitnehmer, der keine Beziehung zum Management unterhalte und seine Aufgabe pflichtbewusst als Kontrollorgan der Geschäftsführung zur Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften verstünde, könnte nicht als "unabhängig" im Sinne der oben besprochenen Zulassungsanforderungen gelten. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass kein Interessenkonflikt zwischen einem solchen Mitglied und der Gesellschaft selbst besteht. Ein gesetzestreues Geschäftsgebot erhöht das Anlegervertrauen und den Aktienkurs und sichert Arbeitsplätze. Die gesamte amerikanische Börsenreform 2002 dient diesem Zweck. In der SEC-Verordnung nach § 301 SOA sollte die SEC die Unabhängigkeitsvoraussetzungen vor diesem Hintergrund einschränken.

---

Schutz der Aufsichtsratsmitglieder vor Benachteiligung (§ 26 MitbestG) diesem Argument entgegen.

<sup>87</sup> "We believe present employees of a company, or of the company's present auditor, have a material relationship with the company and cannot be deemed 'independent'" (Unterstreichung des Verf. -- DD), Memorandum des New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee vom 6. Juni 2002 an den Rat der NYSE (*NYSE Memorandum*) unter <http://www.nyse.com/about/home.html?query=/about/report.html> abrufbar, Vorschlag Nr. 2. "'Independent director' means a person other than an officer or employee of the company or its subsidiaries" (Unterstreichung des Verf. -- DD), NASD Marketplace Rules § 4200 Abs. (a).

#### 4. Verbesserte Veröffentlichungen

Wie bereits oben erwähnt, besteht die Kernaufgabe des amerikanischen Wertpapieraufsichtssystems darin, zuverlässige Transparenz zu gewährleisten. Befangenheit und Betrug können jede zuverlässige Transparenz untergraben. Mögliche Maßnahmen gegen solche Risiken bestehen in einer besseren Sicherung der Unbefangenheit (z.B. durch unabhängige Mitglieder im Prüfungsausschuss) und in einer strengeren Aufsicht (z.B. durch einen von der SEC abhängigen Abschlussprüfungsaufsichtsrat). Diese Aufsicht kann dann durch die Androhung strenger Strafen mit den nötigen Mitteln ausgestattet werden.

Die Zuverlässigkeit der Transparenz kann aber auch unter zeitlich ungünstigen oder unvollständigen Veröffentlichungen der Unternehmensinformationen leiden. Nach § 13 Exchange Act müssen die bei der SEC eingetragenen Gesellschaften neben Jahres- und Quartalsberichten auch Ad-hoc Mitteilungen veröffentlichen. Die Fristen, die für solche Veröffentlichungen vorgeschrieben sind, hatten noch nicht das Computerzeitalter vor Augen – was sie heutzutage als zu lang erscheinen lassen dürfte<sup>88</sup>. Die Techniken, die clevere Finanzsachverständige erfinden, um die bestehenden Regulierung auszuhölen, gehen so weit wie die menschliche Einbildungskraft – was im Fall Enron u.a. klar ins Licht kam. Der SOA unternimmt den Versuch, die Aktualität und die Vollständigkeit der Unternehmensveröffentlichungen zu verbessern.

§ 409 SOA ändert § 13 Exchange Act und schreibt "*plain English*" "*real time*" Veröffentlichungen über wesentliche Änderungen der Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vor, die rasch (*rapid*) und laufend (*current*) abgegeben werden müssen. Die amerikanische "Ad-Hoc Publizität" erfolgte auf Formblatt 8-K. Schon 1998 hat die SEC eine beschleunigte Veröffentlichung des Formblatts 8-K vorgeschlagen<sup>89</sup>. Dies wurde vom Markt als unpraktikabel abgelehnt<sup>90</sup>. Eine solche "unpraktikable" Be-

---

<sup>88</sup> Aircraft Carrier Proposal (Fußn. 15), XI.B.1.

<sup>89</sup> Aircraft Carrier Proposal (Fußn. 15).

<sup>90</sup> Siehe z.B. die Anmerkungen von sieben Silicon Valley Unternehmen: "*This proposed acceleration of due dates for Form 8-K would render timely filings extremely difficult in most cases and impossible in some. For example, a one-business day deadline would often be impossible to meet. Keep in mind that the chain of events is generally as follows: an event occurs, someone at the company who is aware of the event realizes that it triggers a filing requirement, disclosure is drafted, disclosure is reviewed by outside counsel and possibly an outside accounting firm, disclosure is revised, the document is filed. This chain of events, which is inevitable, almost never occurs during the*

schleunigung ist mittlerweile Gesetz, aber die genauen Fristen der Veröffentlichungspflichten werden noch von der SEC festgelegt<sup>91</sup>.

Diese "rasche" Lösung ist aber leichter verabschiedet als umgesetzt. Das Problem besteht darin, eine komplexe Sachlage vereinfacht – und dennoch richtig und vollständig – darzustellen. Zeitdruck verschärft diese Problematik zusätzlich. Wenn es wegen drohender Haftung erforderlich wäre, solche Mitteilungen der Kontrolle zahlreicher Personen (z.B. Geschäftsleiter, interne Abschlussprüfer, Prüfungsausschuss, Rechtsanwalt) zu unterstellen, könnte die ständige Mitteilungspflicht die Gesellschaften in große Verlegenheit bringen. Man denke zum Beispiel an die am 15. August 2000 verabschiedete *Regulation FD*<sup>92</sup>, die vorschreibt, dass alle wesentlichen Unternehmensinformationen in gleicher Weise veröffentlicht werden müssen. Viele Marktteilnehmer stehen vor ernsthaften Schwierigkeiten bei der Umsetzung der *Regulation FD*, vor allem wegen der erforderlichen kurzfristigen Entscheidungen darüber, welche der Unternehmensdaten "wesentlich" sind<sup>93</sup>. Wegen dieser zeitnahen, vollständigen und unter Androhung empfindlicher Strafen zu gewährleistenden Transparenz könnte bald die Bankkredit- oder Anleihefinanzierung (auch mit weitgehenden Zusicherungen im Kreditvertrag bzw. in den Anleihebedingungen) attraktiver als die Eigenkapitalbeschaffung über die Börse werden.

Außer einer Beschleunigung der Veröffentlichungen bezweckt der SOA, die pflichtmäßigen Veröffentlichungen so vollständig wie möglich zu machen. Jahresberichte nach § 13 Exchange Act enthalten bereits die Offenlegung der Information über den Emittenten und seine konsolidierten Tochtergesellschaften, aber es wird geschätzt, dass Enron ein Netz von etwa 3.000 Tochtergesellschaften und Personengesellschaften geknüpft hat, um gesetzwidrige Geschäfte zu verstecken<sup>94</sup>. Der SOA

---

*course of one business day and frequently could not occur so quickly.*" Brief von Prof. Joseph A. Grundfest u.a., Oktober 1999, Punkt V.G, abrufbar unter <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73098/grundfe1.htm>.

<sup>91</sup> Der bestehende Vorschlag nennt eine Frist von zwei Tagen. Siehe unten (Teil III.3).

<sup>92</sup> 17 CFR 243.100 ff.; Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, SEC Release Nr. 33-7881, 34-43154 (15. August 2000).

<sup>93</sup> Siehe *SEC Commissioner Laura S. Unger*, "Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited", Dezember 2001, nachzulesen unter <http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm>.

<sup>94</sup> Siehe *Coffee*, Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, S. 3, Fußn. 4, 30. Juli 2002, nachzulesen in der Social Science Research Network electronic library unter: abstract id=325420.

antwortet auf solche Fälle durch breitere Offenlegungspflichten. Nach § 13 Abs. (j) Exchange Act i.d.F. des § 401 Abs. (a) SOA werden nun die ganz- und vierteljährlichen Berichte an die SEC alle wesentlichen außerbilanziellen Transaktionen und Einrichtungen sowie das Einsetzen von nicht-konsolidierten Einheiten offenlegen müssen<sup>95</sup>. Nach § 401 Abs. (b) SOA wird die SEC fortan bestrebt sein, die Wahrhaftigkeit der Pro-Forma-Finanzdaten zu gewährleisten<sup>96</sup>. Nach § 406 SOA muss eine Gesellschaft eine Erklärung veröffentlichen, die besagt, dass die Finanzabteilungsleiter einem Ethikkodex unterworfen sind, oder Gründe angeben, warum dies nicht der Fall ist (*comply or explain*) sowie jede wesentliche Änderung des Kodex in einer Ad-hoc Mitteilung (Formblatt 8-K) bekannt geben<sup>97</sup>.

§ 408 SOA verpflichtet die SEC, regelmäßige Kontrollen der Veröffentlichungen aller eingetragenen Gesellschaften durchzuführen und jede Gesellschaft mindestens alle drei Jahre einer Kontrolle zu unterziehen. Besonders aufmerksam muss die SEC dabei in den folgenden Fällen sein: bei Gesellschaften, die wesentliche Berichtigungen ihrer Bilanzergebnisse vorgenommen haben; Gesellschaften, deren Aktien außerordentlich volatil sind; Gesellschaften mit sehr hoher Marktkapitalisierung; Wachstumsunternehmen mit abnormem Kurs-Gewinn-Verhältnis (*disparities in price to earning ratios*), und Gesellschaften, deren Tätigkeit wichtige Wirtschaftsbereiche beeinflussen kann. Die besondere Aufmerksamkeit, die nunmehr den größten Unternehmen (nach Marktkapitalisierung und Einfluss auf die Wirtschaft) zu widmen ist, ist bemerkenswert. Diese Gesellschaften – wie etwa General Electric oder Citicorp – sind in der Regel seit Jahrzehnten börsennotiert, mit dem Berichtssystem gut vertraut und haben über die Jahre ein gewisses Vertrauensverhältnis zur SEC aufgebaut<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> Der Verordnungsvorschlag wurde im *Federal Register* am 8.11.02 veröffentlicht. Siehe SEC Proposed Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements, Contractual Obligations and Contingent Liabilities and Commitments, SEC Release Nr. 33-8144; 34-46767; International Series Release Nr. 1264, 67 *Federal Register* 68054 (8. Nov. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 228, 229 and 249) ("Release Nr. 34-46767").

<sup>96</sup> Der Verordnungsvorschlag wurde im *Federal Register* am 13.11.02 veröffentlicht. Siehe Proposed Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures, SEC Release Nr. 33-8145; 34-46788, 67 *Federal Register* 68790 (13. Nov. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 228, 229 and 249) ("Release Nr. 34-46788").

<sup>97</sup> Der Verordnungsvorschlag wurde im *Federal Register* am 30.10.02 veröffentlicht. Release Nr. 34-46701 (Fußn. 72).

<sup>98</sup> Andere Fragen werfen die möglichen Interessenkonflikte, die mit dem Allfinanz-Begriff verbunden sind, auf. Solche Fragen liegen außerhalb dieser Betrachtungen aber sind

Die neue Wachsamkeit, mit der solchen Gesellschaften nun begegnet wird, zeigt, wie sehr die Fälle Enron, WorldCom u.a. das öffentliche Vertrauen erschüttert haben.

#### *5. Höhere Verantwortlichkeit, Strafen und Klagemöglichkeiten*

Außer der Verschärfung der Aufsicht stärkt der SOA durch eine Bestätigungspflicht, härtere Strafen und bessere Klagemöglichkeiten für Anleger auch die Verantwortung der CEOs und CFOs börsennotierter Gesellschaften<sup>99</sup>.

##### a. Die Bestätigungspflicht

Nach § 13 Abs. (a) Exchange Act müssen Gesellschaften, die bei der SEC nach § 12 Exchange Act eingetragen sind, gegenüber der SEC Jahres- und Quartalsberichte abgeben. Gesellschaften, die bestimmte Aktionärs- und Kapitalisierungsschwellen überschreiten<sup>100</sup>, unterliegen nach § 15 Abs. (d) Exchange Act ebenfalls diesen Berichterstattungspflichten<sup>101</sup>. § 302 Abs. (c) SOA schreibt der SEC den Erlass einer Verordnung vor, nach welcher CEO und CFO eines unter § 13 Abs. (a) oder § 15 Abs. (d) Exchange Act fallenden Unternehmens eine Bestätigung der Richtigkeit des jeweiligen Berichts über die Gesellschaft abzugeben haben. Wie im Teil I.3 erläutert, hat die SEC am 28.8.02 eine Verordnung verabschiedet, nach der die Bestätigungspflicht auch für ausländische Gesellschaften gilt<sup>102</sup>. Zu bemerken ist, dass eine solche Pflicht (für inländische Gesellschaften) bereits 1998 vorgeschlagen und vom Markt als unpraktikabel abgelehnt worden war<sup>103</sup>.

---

des Zwecks § 501 SOA. Siehe auch "Investigators Looking into Citigroup Have an Ally in Grubman," in *The Wall Street Journal Europe*, 10. Okt. 2002, S. 1.

<sup>99</sup> Ein Risiko solch strenger Strafen liegt in der möglichen Demotivierung und Bürokratisierung der Geschäftsführung. Siehe *Baums*, "Modernisierung des Management-Haftungsrechts", in *Ernst & Young, Corporate Governance*, 2002, S. 14.

<sup>100</sup> Nach § 12 Abs. (g) Exchange Act und Exchange Act Regel 12g-1 (17 CFR 240.12g-1) muss jeder Eminent, der mehr als 500 Aktionäre und ein Gesamtvermögen von mehr als US\$10 Millionen hat, den gleichen Berichtspflichten wie eine börsennotierte Gesellschaft nachkommen.

<sup>101</sup> Siehe *Loss/Seligman* (Fußn. 5), S. 471 ff.

<sup>102</sup> Release Nr. 34-46427 (Fußn.9).

<sup>103</sup> Aircraft Carrier Proposal (Fußn. 15). Siehe die Anmerkungen von Merrill Lynch & Co., Inc.: "We also oppose the proposed new certification requirements that would apply to signatories of Forms 10-K and 10-Q. Currently, board members and senior management review drafts of these forms, but changes may be made up until the day of filing. While major changes would generally be reviewed with senior management and possibly board members, it is generally not the case that they have read the final proof prior to filing. Any other approach would be impractical. We also are concerned that the certification requirements could potentially result in additional personal liability for officers and directors. Officers and directors necessarily rely to a great degree on the corpora-

Nach § 302 SOA sollen die CEO und CFO bestätigen, dass beide den Bericht persönlich kontrolliert haben und dass der Bericht nach ihrer Kenntnis keine falschen Angaben enthält, keine relevanten Tatsachen verschwiegen wurden, ohne die der Bericht möglicherweise irreführend wäre, und dass der Bericht die Finanzlage und Betriebsergebnisse der Gesellschaft im wesentlichen zutreffend darstellt ("*fairly presents, in all material respects*"). Weiter müssen CEO und CFO erklären, dass sie ein wirksames internes Kontrollverfahren durchgeführt und dieses innerhalb der letzten 90 Tage überprüft haben.

Die Formulierung<sup>104</sup> der Bestätigung entspricht dem Text des Exchange Act Rule 10b-5<sup>105</sup> und § 12 Abs. (a) Nr. (2) Securities Act. Weil die Bestätigung immer nach "bester Kenntnis" abzugeben ist, liegt die Schwelle für die Sorgfaltspflicht etwas höher als bei grober Fahrlässigkeit. Eine ähnliche Haftungsschwelle findet sich in Rule 10b-5<sup>106</sup>. Deshalb bedeutet die Bestätigungspflicht keine wesentliche Verschärfung der Haftung der Board-Mitglieder. Eine zivilrechtliche Haftung für falsche Aussagen in den Erklärungen, die nach dem Exchange Act abgegeben werden, besteht für Geschäftsleiter, die den Bericht unterschreiben oder bei seiner Vorbereitung eng mitgearbeitet haben, bereits nach § 18 Exchange Act<sup>107</sup>. Die neue Bestätigungspflicht unterwirft die CEO und CFO nunmehr für alle Fälle dieser Haftung und macht die bereits bestehenden Haftungsnormen deutlicher. Die nach dem SOA vorgeschriebene

---

*tion's professional staff to perform the functions necessary to produce these reports. We strongly disagree with the Commission's contention that the reports are virtually delegated to staff without management or board oversight. We believe that the potential corporate and personal liability that exists today is a serious inducement for directors and management to exercise a high degree of care in the preparation of periodic reports."* Brief von Carlos M. Morales, 30 Juni 1999, abrufbar unter <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73098/morales1.htm>

<sup>104</sup> Der betreffende Teil der Erklärung lautet: "*any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary to make the statements made, in light of the circumstances under which such statements were made, not misleading.*"

<sup>105</sup> 17 CFR 240.10b-5.

<sup>106</sup> Die Haftungsschwelle für Rule 10b-5 ist "*scienter*", was auch "*recklessness*" (Leichtfertigkeit) einschließt. Siehe *Sanders v. John Nuveen & Co., Inc.* 554 F.2d 790, 793 (7<sup>th</sup> Cir. 1977) und *Loss/Seligman* (Fußn. 5), S. 956.

<sup>107</sup> Siehe *F.N. Wolf & Co., Inc. v. Estate of Neal*, No. 89 Civ. 1223 (CSH), 1991 WL 34186, at \*8. Auch ohne den Bericht zu unterschreiben, kann ein Geschäftsleiter Haftung auf sich ziehen, wenn er bei der Vorbereitung des Berichts beteiligt ist. Siehe *Dannenberg v. PaineWebber Inc. (In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig.)*, 50 F.3d 615, 628-29 & n.3 (9<sup>th</sup> Cir. 1994); *Howard v. Everex Systems, Inc.* 228 F.3d 1057, Fußnote 5 (9<sup>th</sup> Cir. 2000).

Bestätigungserklärung kann daher als Versuch gewertet werden, das Anlegervertrauen mit schon bestehenden Werkzeugen zu bestärken. Obwohl die Bestätigungspflicht nun den Inhalt des endgültigen Berichts zum Gegenstand hat und CEO und CFO dafür einstehen müssen, werden die Auswirkungen dieser Pflicht auf deren tatsächliche Haftung eher symbolisch bleiben.

Der SOA enthält außerdem eine strafbewehrte Bestätigungspflicht, die keiner Umsetzung durch eine SEC-Verordnung bedarf. Nach § 906 SOA muss der CEO und der CFO eines nach §§ 13 Abs. (a) oder 15 Abs. (d) Exchange Act verpflichteten Unternehmens bestätigen, dass der Jahres- bzw. Zwischenabschluss die Vorschriften der §§ 13 Abs. (a) oder 15 Abs. (d) Exchange Act erfüllt ("*fully complies*"), und dass die Finanzlage und Betriebsergebnisse der Gesellschaft im wesentlichen zutreffend dargestellt sind ("*fairly presents, in all material respects*"). Zu beachten ist hierbei, dass die erforderlichen Jahres- bzw. Quartalsberichte in der Regel Jahres- bzw. Zwischenabschlüsse enthalten<sup>108</sup>, weshalb eine Gesellschaft zugleich §§ 302 und 906 SOA unterliegen wird.

Nach § 906 Abs. (a) SOA kann ein CEO oder CFO, der wissentlich (*knowingly*) einen unvollständigen oder falschen Pflichtbericht bestätigt, zu einer Geldstrafe von bis zu einer Million Dollar und/oder zu einer Freiheitsstrafe von bis zu zehn Jahren verurteilt werden. Ein Handeln ist "*knowing*", wenn der Täter die den Straftatbestand verwirklichenden Tatsachen kennt<sup>109</sup>. Im Fall einer absichtlich (*willingly*) falschen Bestätigung eines Berichts müssen CEO und CFO nach § 906 Abs. (a) SOA mit einer Geldstrafe von bis zu fünf Millionen Dollar und/oder mit Freiheitsstrafe bis zu zwanzig Jahren rechnen. Ein Täter handelt "*willingly*", wenn ihm bewusst ist, dass sein Handeln einen Straftatbestand verwirklicht<sup>110</sup>. Wie bei § 302 SOA könnten die Auswirkungen auch dieser Bestimmung auf die tatsächliche Haftung der Unternehmensspitzen eher symbolisch bleiben. Bereits nach § 32 Abs. (a) kann jede Verletzung des Exchange Act und der Regeln, die nach dem Exchange Act verabschiedet werden, mit empfindlichen Strafsanktionen belegt werden. So kann etwa nach § 32 Abs. (a) Exchange Act eine "*willful and knowing*" falsche Aussage in einem gegen-

---

<sup>108</sup> Der Jahresbericht ist auf Formblatt 10-K abzugeben, siehe 17 CFR 249.310, der Quartalsbericht auf dem Formblatt 10-Q, siehe 17 CFR 249.308a. Beide Formblätter sind abrufbar unter <http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/index.html>.

<sup>109</sup> *Bryan v. United States* 524 U.S. 184 (1998).

<sup>110</sup> *Bryan v. United States* 524 U.S. 184 f. (1998).

über der SEC abzugebenden Jahresbericht mit einer Geldstrafe von bis zu einer Millionen Dollar und/oder mit Freiheitsstrafe bis zu zehn Jahren bestraft werden.

#### b. Erhöhte Strafe

Eine gesetzestreuere Verhalten der Unternehmensspitzen wird auch durch die erhöhte Strafandrohung für den betrügerischen Verkauf von Wertpapieren angestrebt. Nach § 807 SOA wird, wer andere Personen in betrügerischer Absicht (*knowingly*) zu Geschäften mit Wertpapieren börsennotierter Unternehmen verleitet, mit Freiheitsstrafe von bis zu fünfundzwanzig Jahren und/oder mit Geldstrafe bestraft. Mit einer Freiheitsstrafe von bis zu zwanzig Jahren nach § 802 SOA muss rechnen, wer Unterlagen fälscht oder vernichtet, um eine Strafverfolgung zu vereiteln. Nach § 802 SOA muss die SEC eine Verordnung erlassen, derzufolge die Abschlussprüfer ihre Prüfungsunterlagen für mindestens fünf Jahre aufbewahren müssen; eine absichtliche Verletzung dieser Vorschrift wird mit einer Freiheitsstrafe von bis zu zehn Jahren und/oder mit Geldstrafe geahndet.

#### c. Bessere Klagemöglichkeiten

Die Verjährungsfrist für eine Klage wegen Betrugs in Verbindung mit einem Wertpapiergeschäft wurde durch § 804 Abs. (b) SOA verlängert. Davon betroffen sind hauptsächlich jene Klagen, die auf § 10 Abs. (b) Exchange Act und der Rule 10b-5 nach dem Exchange Act beruhen<sup>111</sup>. Die Frist wurde von einem Jahr nach Kenntnis des Betrugs oder drei Jahren nach dem Verkauf der Wertpapiere<sup>112</sup> auf zwei Jahre bzw. fünf Jahre verlängert. Nicht-Amerikaner können nach Rule 10b-5 vor einem US-amerikanischen Gericht verklagt werden. Die notwendige Voraussetzung für die gerichtliche Zuständigkeit ist hierbei, dass sich der durch den Betrug entstandene Schaden auch auf die Vereinigten Staaten erstreckt hat<sup>113</sup> oder dass wesentliche Teile der Tathandlung in den Vereinigten Staaten begangen worden sind<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> § 804 Abs.(b) ändert die Verjährungsfrist für ein "*private right of action*", d.h. eine Art Popularklage, die, obwohl nicht immer im Gesetz vorgesehen, gelegentlich von Gerichten zugelassen worden ist. Die Klagen nach Rule 10b-5, die den größten Teil der Wertpapierklagen ausmachen, fallen unter "*private right of action*." *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp 512 (E.D. Pa. 1946). Siehe auch *Loss/Seligman* (Fußn. 5), S. 875 ff.

<sup>112</sup> Diese Verjährungsfrist wurde vom Supreme Court im Fall *Lampf, Pleva, Lipkind. Prupis & Petigrow v. Gilbertson* 501 U.S. 350 (1991) analog zu § 13 Securities Act entwickelt.

<sup>113</sup> Der sogenannte "*effects test*". Siehe *Itoba Limited v. LEP Group PLC*, 54 F.3d 118 (2d Cir. 1995); *Gassner v. Stotler and Co.*, 671 F. Supp. 1187 (N.D. Ill. 1987); *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F.2d 200 (2d Cir.). Über die Anwendung der amerikanischen Wertpapieraufsichtsgesetze außerhalb des Hoheitsgebietes der Vereinigten



### III. Die Maßnahmen der SEC: Die Vorwegnahme und Durchführung des SOA

#### 1. Die Bestätigungspflicht vor dem 15. August 2002

Am 27. Juni 2002 hat die SEC eine Verordnung erlassen, wonach CEOs und CFOs bestimmter eingetragener Gesellschaften eine Erklärung über die Richtigkeit und Vollständigkeit ihrer Jahresabschlüsse abgeben müssen<sup>115</sup>. Diese Verordnung, die – in Übereinstimmung mit der früheren Philosophie – ausschließlich für amerikanische Gesellschaften gilt, sollte vorläufig dazu dienen, das Vertrauen des Marktes wiederzugewinnen. Mehr als 1.000 amerikanische Gesellschaften haben ihre Erklärungen zwischen Anfang Juli und dem 14. August 2002 abgeben. Die Marktentwicklung unterstützt die Annahme, dass die kurzfristige Wirkung der Erklärungen recht positiv war; der Wilshire 5000 Index stieg etwa um 1.000 Punkte während der ersten drei Wochen im August 2002<sup>116</sup>. In Zukunft werden die Bestätigungserklärungen gemäß §§ 302, 906 SOA sowie der SEC-Verordnung in den Jahres- und Quartalsberichten enthalten sein.

#### 2. Die Durchsetzung der Bestätigungspflicht nach § 302 SOA

Die SEC hat am 28.8.2002 die Bestätigungspflicht nach § 302 SOA in die Exchange Act Rule 13a-14 eingefügt<sup>117</sup>. Diese Regel enthält nicht die Bestätigungspflicht nach § 906 SOA. Diese Bestätigung muss in den Jahres- und Quartalberichten, nicht aber in den Ad-Hoc Mitteilungen abgegeben werden<sup>118</sup>. Wie bereits unter I.3 ausgeführt, unterwirft die SEC auch ausländische Gesellschaften der Bestäti-

---

Staaten siehe *Brooks*, "The Extraterritorial Reach of the Securities Exchange Act", in *Securities Regulation L.J.*, 1996, S. 306, 310 ff.

<sup>114</sup> Der sogenannte "*conduct test*". Siehe *Alfadda v. Fenn*, 935 F.2d 475 (2d Cir. 1991); *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975). *Brooks* (Fußn. 113), S. 306 ff.

<sup>115</sup> File No. 4-460: Order Requiring the Filing of Sworn Statements Pursuant to Section 21(a)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, 27. Juni 2002. Abrufbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/4-460.htm>.

<sup>116</sup> Abrufbar unter [wilshire.com/indexes/Broad/Wilshire5000/](http://wilshire.com/indexes/Broad/Wilshire5000/). Zwischen 24. Juli 2002 und 22 August 2002 stieg der Dow Jones Industrial Average fast 18 %. *The Wall Street Journal Europe*, 11. Nov. 2002, S. M1.

<sup>117</sup> 17 CFR 240.13a-14. Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9).

<sup>118</sup> Die SEC erläutert: "*Section 302 of the Act states that the required certification is to be included in each annual or quarterly report filed or submitted under either Section 13(a) or 15(d) of the Exchange Act. . . . Reports that are current reports, such as reports on Forms 6-K49 and 8-K, rather than periodic (quarterly and annual) reports are not covered by the certification requirement.*" Release 34-46427 (Fußn. 9), S. 57278.

gungspflicht<sup>119</sup>. Ausländische Gesellschaften müssen die Bestätigung nur jährlich auf Ihrem Formblatt 20-F<sup>120</sup> Jahresbericht abgeben<sup>121</sup>. Wie unter II.5.a erläutert, gliedert sich die Bestätigung in drei Teile:

- (i) Der Bericht enthält nach dem Wissen des CEO und des CFO keine falschen Angaben und es wurden keine relevanten Tatsachen verschwiegen, ohne die der Bericht möglicherweise irreführend wäre;
- (ii) Der Bericht stellt die Finanzlage und Betriebsergebnisse der Gesellschaft im wesentlichen zutreffend dar ("*fairly presents, in all material respects*");
- (iii) Die Gesellschaft hat angemessene interne Kontrollverfahren für Marktinformation und Finanzwesen, und diese Verfahren wurden in den letzten 90 Tagen geprüft<sup>122</sup>.

Die in Punkten (i) und (ii) genannten Bestätigungen sind nach "bester Kenntnis" ("*Based on my knowledge*") abzugeben. Weil der CEO und der CFO die Bestätigung abgeben müssen, können beide mit Klagen nach § 18 Exchange Act und Exchange Act Rule 10b-5 verklagt werden (siehe Teil II.5.a).

Sehr bemerkenswert ist auch, dass die Anwendung der Bestätigungspflicht auf ausländische Gesellschaften wahrscheinlich – wegen Mängeln im Rechtssetzungsverfahren – gesetzwidrig sein dürfte. Nach dem Administrative Procedure Act<sup>123</sup> muss die maßgebliche Bundesanstalt, bevor eine Verordnung in Kraft treten soll, zunächst einen Verordnungsvorschlag im *Federal Register* (Bundesanzeiger) veröffentlichen und dann den betroffenen Personen eine angemessene Möglichkeit einräumen, Anmerkungen zu dem Vorschlag einzureichen (*notice and comment procedure*)<sup>124</sup>. Außerdem soll eine Verordnung erst nach Ablauf einer Frist von 30 Tagen nach der endgültigen Verabschiedung der Verordnung in Kraft treten<sup>125</sup>. Die SEC erwähnte eine Anwendung der Bestätigungspflicht auf ausländische Gesellschaften

---

<sup>119</sup> Die Regel findet auch auf die sogenannten "*foreign private issuers*" Anwendung. Zur Begriffsbestimmung vgl. Fußn. 17.

<sup>120</sup> 17 CFR 249.220f.

<sup>121</sup> Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9), S. 57278, Fußn. 50.

<sup>122</sup> Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9), S. 57279 f.

<sup>123</sup> Title 5 United States Code.

<sup>124</sup> Siehe 5 U.S.C. § 553 Abs. (b) und (c).

<sup>125</sup> Siehe 5 U.S.C. § 553 Abs. (d).

in einer vom 2.8.02 datierenden, aber erst am 8.8.02 veröffentlichten Bekanntmachung<sup>126</sup>, und die Pflicht trat bereits am 28. August 2002 im Kraft. Zweifelhaft ist, ob höchstens 26 Tage (tatsächlich eher 20 Tage) ein angemessener Zeitraum für die ausländischen Gesellschaften war, um ihre Anmerkungen abzugeben. Der Administrative Procedure Act gestattet einer Bundesanstalt, von diesen Verfahrensnormen abzuweichen, wenn eine Einhaltung aller Vorschriften wichtigen Gründen des Gemeinwohls widerspricht<sup>127</sup>. Dies setzt aber voraus, dass die Anstalt den Grund nennt<sup>128</sup>. Die SEC stützt ihr Verfahren in der Tat auf diese Ausnahme, nennt hierfür aber keinen Grund<sup>129</sup>. Fragwürdig ist, warum eine eilige Verabschiedung der Verordnung im August 2002 hinsichtlich ausländischer Gesellschaften aus "Gründen des Gemeinwohls" erforderlich gewesen sein soll<sup>130</sup>, wenn die ausländischen Gesellschaften ihre Bestätigungen erst im 2002-Jahresbericht abgeben müssen, und dieser Bericht in keinem Fall vor dem Ablauf des 2002 Geschäftsjahres abgegeben werden kann<sup>131</sup>.

---

<sup>126</sup> Proposed Rule: Certification of Disclosure in Companies' Quarterly and Annual Reports, Release Nr. Release No. 34-46300, 67 *Federal Register* 51508 (8. August 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 232, 240 and 249) ("Release Nr. 34-46300").

<sup>127</sup> 5 U.S.C. § 553 Abs. (b) Nr. (3) lit. (B). Einer Bundesanstalt ist ein beschleunigtes Verfahren durch Nichteinhaltung der Verfahrensnormen (*notice and comment*) nur unter sehr beschränkten Voraussetzungen gestattet. *State of N.J. Dept. of Environmental Protection v. U.S. Environmental Protection Agency*, 626 F.2d 1038, 1045 (D.C. Cir. 1980); *American Federation of Government Employees, AFL-CIO v. Block*, 655 F.2d 1153, 1156 (D.C. Cir. 1981).

<sup>128</sup> Siehe *Buschmann v. Schweiker* 676 F. 2d 352, 356 f (9<sup>th</sup> Cir 1982).

<sup>129</sup> Siehe Release Nr. 34-46427 (Fußn. 9), S. 57285.

<sup>130</sup> Die Bundesanstalt sollte von der Möglichkeit, Anmerkungen wegzulassen, nur im Notfall Gebrauch machen. *Utility Solid Waste Activities Group v. EPA* 236 F.3d 749, 754 (DC Cir. 2001); *American Fed'n of Gov't Employees v. Block*, 655 F.2d 1153, 1156 (DC Cir. 2001); *Buschmann* (Fußn. 128), S. 357 (Voraussetzung, damit die Mitteilungspflicht und die Anhörung entfallen können, ist, dass die konkrete Gefahr eines "wirklichen Schadens" (*real harm*) durch eine Verzögerung der Umsetzung droht).

<sup>131</sup> Ein Formblatt 20-F muss innerhalb der ersten sechs Monate des dem Berichtsjahr folgenden Geschäftsjahrs eingereicht werden. Siehe 17 CFR 239.220f Abs. (b). Es wäre möglich, dass das Geschäftsjahr einer ausländischen Gesellschaft nicht vom 1.1. bis zum 31.12. eines Jahres, d. h. nicht kalenderjährmäßig, läuft, und deshalb ihr Formblatt 20-F im Herbst bei der SEC abzuliefern hat, aber die SEC keinen solchen Tatbestand in ihrer Erläuterung zu der Verordnung erwähnt hat. Zu bemerken ist auch, dass die kurze Frist, die durch § 302 SOA für die Einführung einer Verordnung gesetzt wurde, allein keine unregelmäßige Verabschiedung der Verordnung gestattet. *U.S. Steel Corporation v. U.S. Environmental Protection Agency*, 595 F.2d 207, 213 (5<sup>th</sup> Cir. 1979).

Eine Verordnung, die ohne die erforderliche Bekanntmachung und Anhörung (*notice and comment procedure*) verabschiedet wurde, ist ungültig<sup>132</sup>.

### 3. Umfangreichere Ad-hoc Publizität

Die wesentlichen Ziele der Vorschläge zur geänderten Ad-hoc Publizität bestehen darin, den Umfang der Mitteilungspflichten zu erweitern und die Veröffentlichungsintervalle zu verkürzen. Der Regelung zufolge muss eine Ad-hoc-Mitteilung innerhalb von zwei Tagen nach dem Eintritt des mitteilungspflichtigen Ereignisses erfolgen<sup>133</sup>. Eine Ad-hoc Mitteilung müsste demnach erfolgen bei:

- (1) dem Abschluss oder der Kündigung einer wesentlichen, nicht-geschäftsüblichen Vereinbarung,
- (2) der Kündigung oder Einschränkung eines Verhältnisses mit einem wichtigen Kunden,
- (3) der Übernahme einer wesentlichen finanziellen Verpflichtung,
- (4) einem Ereignis, das eine wesentliche finanzielle Verpflichtung auslöst, einschließlich des Versäumnis oder die vorzeitige Fälligkeit eines Kredites,
- (5) ausstiegstätigkeiten (*exit activities*), einschließlich wesentlicher Abschreibungen und Umstrukturierungsmaßnahmen,
- (6) einer wesentlichen Wertminderung,
- (7) einem geänderten Rating, dem Eintreten einer Bonitätsüberwachung,
- (8) delisting der von der Gesellschaft ausgegebenen Wertpapiere von der aktuellen Börse oder deren Versetzung auf einer anderen Börse, oder einer Mitteilung, dass die Gesellschaft die Notierungsvorschriften nicht erfüllt,
- (9) einer Entscheidung, dass die veröffentlichte Jahres- oder Zwischenbilanz oder der dazu gehörende Prüfungsbericht nicht zuverlässig ist,
- (10) jeder wesentlichen Beschränkung, Einschränkung oder einem Verbot in Verbindung mit dem Versicherungs-, Pensions- oder Aktienbeteiligungsplan der Belegschaft,
- (11) nicht eingetragenen Verkäufen der von der Gesellschaft ausgegebenen Wertpapiere,
- (12) wesentlichen Änderungen der Inhaberrechte an den von der Gesellschaft ausgegebenen Wertpapieren,
- (13) rücktritt oder Kündigung eines Board-Mitglieds oder sonstigen Geschäftsleiters oder dessen Ernennung,
- (14) wesentlichen Änderungen der Satzung oder Geschäftsordnung<sup>134</sup>.

Die vorstehende Liste könnte in Zukunft ergänzt werden, um den Voraussetzungen des SOA, wonach alle Änderungen der Finanz- und Betriebslage einer Ge-

---

<sup>132</sup> Buschmann (Fußn. 128), S. 355 f.; *U.S. Steel Corporation* (Fußn. 131), S. 210.

<sup>133</sup> Release Nr. 34-46084 (Fußn. 11), S. 42914.

<sup>134</sup> Release Nr. 34-46084 (Fußn. 11), S. 42916.

sellschaft rasch mitgeteilt werden sollen, zu entsprechen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Liste gekürzt wird. Die zweitägige Mitteilungsfrist scheint erfüllbar und kann als "rasch" gelten. Obwohl die SEC in ihrem Verordnungsvorschlag erklärt hat, keine Anwendung dieser erweiterten Ad-hoc Publizität auf ausländische Gesellschaften zu beabsichtigen<sup>135</sup>, ist es trotzdem möglich, dass die "verschärfte" Liste der mitteilungspflichtigen Ereignisse des Formblatts 8-K die Wesentlichkeitsanforderungen (*materiality requirement*) des Formblatts 6-K in der Zukunft beeinflussen könnte.

### 3. Übersicht der vorgeschlagenen Einführungsverordnungen

Der SOA wird durch eine Vielzahl von SEC-Verordnungen umgesetzt. Andere Verordnungen, wie die oben besprochene Verordnung über Ad-Hoc Mitteilungen, sind nicht direkt als Einführungsverordnungen zu sehen, sind aber eng mit dem Zweck des SOA verbunden. Hier sollen die bisher veröffentlichten oder vorgeschlagenen SEC-Verordnungen kurz angedeutet werden. Drei Verordnungen sind bereits in Kraft getreten: die oben beschriebene Verordnung über die Bestätigungspflicht, eine auf ausländische Gesellschaften nicht anwendbare Verordnung, die die Fristen für die Einreichung der Berichte bei der SEC verkürzt<sup>136</sup>, und eine dritte Verordnung, die auf ausländische Gesellschaften ebenfalls nicht anwendbar ist und die Meldepflichten der Board-Mitglieder und Großaktionäre für bestimmte Wertpapiergeschäfte

---

<sup>135</sup> Release Nr. 34-46084 (Fußn. 11), S. 42927. Die SEC hat erklärt, dass eine inländische Gesellschaft ihre Mitteilungen nach Formblatt 8-K und eine ausländische Gesellschaft ihre Mitteilungen nach einem andern Formblatt (6-K) abzugeben hat. Formblatt 6-K erfordert generalklauselartig die Mitteilung aller wesentlicher Änderungen der Geschäftslage: "*The information required to be furnished pursuant to (i), (ii) or (iii) above is that which is material with respect to the issuer and its subsidiaries concerning: changes in business; changes in management or control; acquisitions or dispositions of assets; bankruptcy or receivership; changes in registrant's certifying accountants; the financial condition and results of operations; material legal proceedings; changes in securities or in the security for registered securities; defaults upon senior securities; material increases or decreases in the amount outstanding of securities or indebtedness; the results of the submission of matters to a vote of security holders; transactions with directors, officers, or principal security holders; the granting of options or payment of other compensation to directors or officers; and any other information which the registrant deems of material importance to security holders.*" (17 CFR 249.306) Die SEC schlägt deshalb vor, dass die Änderungen des Formblatts 8-K nicht auf das Formblatt 6-K erstreckt werden sollen. Release Nr. 34-46084 (Fußn. 11), S. 42927.

<sup>136</sup> Final Rule: Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Web Site Access to Reports, SEC Release Nr. 33-8128; 34-46464, 67 *Federal Register* 58480 (15. Sept. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 210, 229, 240 and 249) ("Release Nr. 34-46464"). Die ausdrückliche Ausnahme für ausländische Gesellschaften findet sich auf Seite 58487.

nach § 16 Exchange Act verschärft<sup>137</sup>. Fünf andere bereits veröffentlichte Vorschläge sind kurz zu erwähnen.

Release Nr. 46701 enthält Regelungen zur Umsetzung der §§ 404, 406 und 407 SOA<sup>138</sup>. Diese Regelungen sollen auch auf ausländischen Gesellschaften anwendbar sein<sup>139</sup>. Nach der Verordnung muss eine Gesellschaft im Jahresbericht veröffentlichen: (i) die Zahl von Finanzsachverständigen (*financial experts*), die im Prüfungsausschuss sitzen, zusammen mit einer Erklärung, ob sie "unabhängig" sind<sup>140</sup>; (ii) ob die Gesellschaft ethische Kodizes für die Geschäftsführung und die Leiter der Rechnungswesen- und Finanzabteilungen angenommen hat oder, wenn nicht, warum<sup>141</sup> (wesentliche Änderungen der Kodizes müssten dann als Ad-Hoc Mitteilung auf Formblatt 8-K oder 6-K veröffentlicht werden<sup>142</sup>); (iii) ob die Gesellschaft ein angemessenes und effektives internes Kontrollverfahren für Marktinformation und Finanzwesen hat<sup>143</sup>.

Release Nr. 46788 enthält Regelungen, die durch eine neue "Regulation G"<sup>144</sup> und Änderungen der bestehenden Regulation S-K<sup>145</sup> gegen irreführende Pro-Forma-Finanzinformation vorgehen sollen. Nach diesen Bestimmungen müssten ausländische Gesellschaften ihre Finanzinformation, die nicht nach US-GAAP erstellt worden sind, zusätzlich nach US-GAAP (wenigstens in wesentlichen Teilen) angeben oder auf US-GAAP übergehen ("*reconcile*")<sup>146</sup>. Der Vorschlag enthält eine begrenzte Ausnahme für die Finanzinformationen, die nur im Ausland bekannt gegeben werden, so

---

<sup>137</sup> Final Rule: Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders, Release Nr. 34-46421; 35-27563, 67 *Federal Register* 56462 (3. Sept. 2002) (zu codifizieren in 17 CFR Parts 240, 249 and 274) ("Release Nr. 34-46421"). Für einen sehr guten Vergleich der Pflichten nach § 16 Exchange Act mit den Meldepflichten nach § 15a WpHG, siehe U. Schneider, "Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern ("Directors' Dealings") im Konzern", AG 2002, S. 473.

<sup>138</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72).

<sup>139</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72), S. 66209, Fußn. 36, 66213.

<sup>140</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72), S. 66210. Nach dem Vorschlag wäre der Aufsichtsrat einer deutschen Gesellschaft für die Entscheidung zuständig, ob ein Mitglied ein *financial expert* ist. Siehe S. 66212.

<sup>141</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72), S. 66214.

<sup>142</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72), S. 66216 f.

<sup>143</sup> Release Nr. 46701 (Fußn. 72), S. 66218 ff.

<sup>144</sup> Release Nr. 46788 (Fußn. 96), S. 68792.

<sup>145</sup> Release Nr. 46788 (Fußn. 96), S. 68795.

<sup>146</sup> Release Nr. 46788 (Fußn. 96), S. 68792 ff.

weit die Gesellschaft an einer ausländischen Börse notiert ist, ihre Bilanz nicht nach US-GAAP erstellt, und sie die gleichen Informationen der SEC unverzüglich danach auf einem Formblatt 6-K (Ad-Hoc Mitteilung) mitteilt<sup>147</sup>.

Release Nr. 34-46767 soll § 401 Abs. (a) SOA umsetzen, um die Veröffentlichung von außerbilanziellen Transaktionen und Einrichtungen sowie das Einsetzen nicht-konsolidierter Einheiten, die Verbindlichkeiten der Gesellschaft begründen, sicher zu stellen<sup>148</sup>. Die Veröffentlichung solcher Transaktionen und Einrichtungen würde im Jahresbericht als Teil der Darlegung der Betriebsergebnisse, Finanzlage und Aussichten des Unternehmens ("*Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*" – "MD&A")<sup>149</sup>, einschließlich des MD&A-Teils des Formblatts 20-F für ausländische Gesellschaften, erfolgen<sup>150</sup>.

Release Nr. 34-46685 soll § 303 Abs. (a) SOA umsetzen, und die Ausübung eines gesetzwidrigen Einflusses auf den Abschlussprüfer durch die Geschäftsführung der geprüften Gesellschaft bekämpfen<sup>151</sup>. Diese Regelungen würden die bestehenden Bestimmungen gegen die Verfälschung des Rechnungswesens bekräftigen<sup>152</sup>.

Release Nr. 34-46778 soll § 306 Abs. (a) SOA umsetzen und den Geschäftsleitern verbieten, während eines *blackout period* (wie oben erläutert, ein Zeitraum, in dem mehr als 50% der Mitglieder eines Pensionsplans Aktien weder kaufen noch verkaufen dürfen), entsprechende Geschäfte zu tätigen<sup>153</sup>. Die SEC schlägt vor, dass dieses Verbot nur auf Gesellschaften anwendbar sein soll, deren Aktionäre mehrheitlich innerhalb der Vereinigten Staaten ansässig sind<sup>154</sup>.

---

<sup>147</sup> Release Nr. 46788 (Fußn. 96), S. 68793. Die Grenzen dieser Ausnahme folgen den Regelungen für Pressemitteilungen im Ausland ("*offshore press conferences*"), die in Securities Act Rule 135e (17 CFR 230.135e.) erfaßt sind. Die Leitlinien dieser Ausnahme ist, dass der Emittent eine ausländische Gesellschaft sein muss, die die Information im Ausland veröffentlicht und dabei die Mitteilung hauptsächlich an ausländischen Anleger richtet. Siehe *Quinn/Jarmel* (Fußn. 21), S. 19 ff.

<sup>148</sup> Release Nr. 34-46767 (Fußn. 95).

<sup>149</sup> Release Nr. 34-46767 (Fußn. 95), S. 68063.

<sup>150</sup> Release Nr. 34-46767 (Fußn. 95), S. 68064.

<sup>151</sup> Release Nr. 34-46685 (Fußn. 62).

<sup>152</sup> Release Nr. 34-46685 (Fußn. 62), S. 65326. Die bestehenden Bestimmungen verbieten die Verfälschung der Bücher und sonstiger Unterlagen sowie falsche Angaben gegenüber Wirtschaftsprüfern. Siehe 17 CFR 240.13b2-1.

<sup>153</sup> Release Nr. 34-46778 (Fußn. 61), S. 69434.

<sup>154</sup> Release Nr. 34-46778 (Fußn. 61), S. 69431.

#### 4. Maßnahmen, die während der Hausse nicht durchgesetzt werden konnten

Die Tatsache, dass viele der im SOA beschriebenen Maßnahmen bereits in der Vergangenheit als Teile verschiedener (erfolgloser) Verordnungsvorschläge der SEC veröffentlicht wurden, ist ein weiterer Beweis dafür, dass tiefgreifende Reformen immer erst nach Kurseinbrüchen durchgesetzt werden. Der sogenannte "*Aircraft Carrier*"-Vorschlag von 1998 enthielt frühe Fassungen der Bestätigungspflicht und der Ausweitung und Beschleunigung der Ad-hoc Publizität<sup>155</sup>. Die Marktteilnehmer lehnten diese Vorschläge damals ab<sup>156</sup>. Im Frühjahr 2002, als der SOA noch langsam das amerikanische Repräsentantenhaus durchlief (noch bevor der Bilanzbetrug der WorldCom Inc. bekannt wurde), hat die SEC neue Vorschläge für Regelungen über die Ad-hoc Publizität<sup>157</sup>, die Bestätigungspflicht<sup>158</sup> und den Abschlussprüfungsaufsichtsrat<sup>159</sup> veröffentlicht. Der Vorschlag für den Abschlussprüfungsaufsichtsrat war wesentlich weniger scharf als die Bestimmungen, die letztlich im SOA verabschiedet worden sind. Ein vorsichtiger Vergleich der Vorschriften über die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer, die die SEC im Jahr 2000 vor dem Hintergrund eines starken Marktumfeldes verabschiedet hat<sup>160</sup>, mit den Regeln, die nun gemäß dem SOA nach den Skandalen um Enron, WorldCom und andere verabschiedet werden, könnte ein wenig Licht auf die unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Standpunkte werfen.

Die Entwicklung der Aufsichtsmaßnahmen zwischen der Veröffentlichung des "*Aircraft Carrier*"- Vorschlags im Jahre 1998 und der Verabschiedung des SOA im Jahre 2002 lässt wenig Zweifel daran, dass die Durchsetzung der Aufsichtsmaßnahme stark vom Markt abhängt. In guten Zeiten, wenn die Anleger alles glauben wollen (mit den Worten von Alan Greenspan, "*irrational exuberance*"<sup>161</sup>), muss die Aufsicht pragmatisch und marktnah bleiben. Nur in schlechten Zeiten, wenn die Anleger Zwei-

---

<sup>155</sup> Aircraft Carrier Proposal (Fußn. 15).

<sup>156</sup> Aircraft Carrier Proposal (Fußn. 15). Anmerkungen abrufbar unter <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73098.shtml>.

<sup>157</sup> Release Nr. 34-46084 (Fußn. 11).

<sup>158</sup> Release Nr. 34-46079 (Fußn. 11).

<sup>159</sup> Proposed Rule: Framework for Enhancing the Quality of Financial Information Through Improvement of Oversight of the Auditing Process, SEC Release Nr. 33-8109; 34-46120, 67 *Federal Register* 44964 (5. Juli 2002) ("Release Nr. 34-46120").

<sup>160</sup> Final Rule: Revision of the Commission's Auditor Independence Requirements, SEC Release Nr. 33-7919; 34-43602, 21. November 2000.

<sup>161</sup> Greenspan (Fußn. 6).



fel an der Ehrlichkeit der Börse hegen, darf die Aufsicht streng und wegweisend sein (ein Vortrag von Pres. George W. Bush während der Entwurfsphase des SOA spiegelt die politische Stimmung wider: "*With strict enforcement and higher ethical standards, we must usher in a new era of integrity in corporate America*"<sup>162</sup>).

#### IV. Vorschriften für die Börsenzulassung: NYSE und Nasdaq im Wettbewerb

##### 1. Einleitung

Während der amerikanischen "Gründerzeit" haben Banken wie J.P. Morgan & Co. und Börsen wie die NYSE Maßnahmen getroffen, um den Mangel an Aufsichtsgesetzen und zuverlässigen Gerichten zu kompensieren<sup>163</sup>. Als im späten 19. Jahrhundert die wachsende amerikanische Industrie Kapital aus Europa suchte und die Europäer wenig Vertrauen in amerikanische Gesellschaften und (für die Durchsetzung eventuell bestehender Ansprüche) in die Ehrlichkeit amerikanischer Gerichte hatten, haben die Corporate Governance-Maßnahme der Banken und die Regeln der NYSE das notwendige Vertrauen geschaffen. Einhundert Jahre später, als europäische Gesellschaften Kapital auf den amerikanischen Börsen aquirierten, haben wiederum die Börsen die notwendigen Maßnahmen – auch durch die flexible Anwendung und Befreiungen von Corporate Governance-Vorgaben – ergriffen<sup>164</sup>. Nach der Verabschiedung des SOA ist jetzt ein wesentlicher Teil der Corporate Governance durch zwingende gesetzliche Regeln bestimmt, so dass die Börsen nunmehr über wenig Spielraum verfügen, um ausländische Gesellschaften durch Befreiungen an-

---

<sup>162</sup> Bush, "Remarks by the President on Corporate Responsibility Regent Wall Street Hotel New York, New York", 9. Juli 2002. Nachzulesen unter <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709-4.html>.

<sup>163</sup> Siehe Coffee (Fußn. 1), S. 29 f. und 34 f. Die herrschende Wirtschaftsphilosophie des *laissez faire* und die herrschende Auslegung des Verfassungsrechts – die bis in die 1930-er Jahre fast unverändert blieb – ließ den Bundes- und Staatsregierungen im 19. Jahrhundert wenig Raum für Eingriffe in das Privateigentum durch die Gesetzgebung. Siehe Schwartz, A History of the Supreme Court, 1993, S. 182 f.

<sup>164</sup> Siehe die Befreiungen, die in den Regeln der NYSE und des Nasdaq Stock Market gewährt wurden: NYSE: "*These standards apply to all companies listing common stock on the Exchange. However, the Exchange does not apply a particular standard to a non-U.S. company if the company provides the Exchange with written certification from independent counsel of the company's country of domicile stating that the company's corporate governance practices comply with home country law and the rules of the principal securities market for the company's stock outside the United States.*" (LCM § 303.00). Die NASD Marketplace Rules erhalten eine ähnliche Bestimmung in § 4350 Abs. (a): "*No provisions of this Rule shall be construed to require any foreign issuer to do any act that is contrary to a law, rule or regulation of any public authority exercising*

zuwerben<sup>165</sup>. Die Vorschriften der Börsen werden jedoch immer sehr wichtig bleiben, um das Leitbild der Marktpraxis darzustellen, die Lücken der gesetzlichen Regelungen zu schließen und alternative Regeln dort zu liefern, wo die SEC von ihren Befreiungsbefugnissen Gebrauch macht.

Die neuesten von der NYSE und der Nasdaq verabschiedeten Corporate Governance-Richtlinien für börsennotierte Gesellschaften dienen dem Zweck, die Leitung und Überwachung der an der NYSE notierten Gesellschaften zu verschärfen. Wie oben bereits im Zusammenhang mit dem SOA und den SEC-Maßnahmen besprochen, wird dies durch strengere Unabhängigkeitsvorschriften für die Board-Mitglieder, die Überwachungsaufgaben erfüllen sollen, und darüber hinaus durch die Verteilung dieser Überwachungsaufgaben auf mehrere Ausschüsse erreicht. Weiterhin wird die Hauptversammlung stärker in die Entscheidungsfindung der Gesellschaft eingebunden, und alle notierte Gesellschaften werden ethische Kodizes annehmen und veröffentlichen müssen. Wie die amerikanische Bundesregierung, so hofften auch die NYSE und die Nasdaq, durch die Verabschiedung solcher Regeln die Talfahrt des Markts im Jahr 2002 zu verlangsamen und die Marktentwicklung herumzureißen. Der SOA, die SEC-Maßnahmen und die Zulassungsanforderungen zeigen eine gemeinsame Tendenz. Alle sind mit heißer Nadel gestrickt. Für die Zulassungsvoraussetzungen kommt hinzu, dass sie in Unkenntnis der endgültigen Form der Gesetzgebung und der SEC-Maßnahmen verabschiedet wurden.

Die Nasdaq hat die von ihr ausgearbeiteten Corporate Governance-Vorschriften am 24. Mai 2002 veröffentlicht und am 24. Juli des gleichen Jahres verabschiedet<sup>166</sup>. Die NYSE hat ihre Regeln am 6. Juni 2002 veröffentlicht und am 1. August 2002 verabschiedet<sup>167</sup>. Die NASD (der Träger des Nasdaq Stock Market) und die NYSE sind

---

*jurisdiction over such issuer or that is contrary to generally accepted business practices in the issuer's country of domicile".*

<sup>165</sup> Es wurde bereits spekuliert, dass die – wegen der Baisse -- ohnehin sehr geringe Anzahl ausländischer Notierungen nach der Einführung des SOA noch weiter sinken wird. *The Wall Street Journal Europe*, "U.S. Listings Lose a Bit of Their Luster", 12 Nov. 2002, S. 1.

<sup>166</sup> Die amtliche Mitteilung der meisten Vorschläge an die SEC ist noch nicht veröffentlicht. Die vorgeschlagenen Änderungen sind in einer Pressemitteilung zusammengefasst abrufbar ("Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals") unter [http://www.nasdaq.com/about/listing\\_information.stm](http://www.nasdaq.com/about/listing_information.stm).

<sup>167</sup> Die amtliche Mitteilung der meisten Vorschläge an die SEC ist noch nicht veröffentlicht. Die vorgeschlagenen Änderungen sind dem NYSE Memorandum (Fußn. 87) gut dargestellt.

*Self-Regulatory Organizations* (im folgenden: "SRO") nach § 3 Abs. (a) Nr. (26) Exchange Act. Für die Verabschiedung bindender Regeln bedarf eine SRO nach § 19 Abs. (b) Exchange Act der Genehmigung der SEC. Das Genehmigungsverfahren hat vier Stufen: Die vorgeschlagenen Regeln werden zunächst bei der SEC eingereicht. Die SEC kontrolliert die Vorschläge und veröffentlicht diese anschließend im US-amerikanischen Bundesanzeiger ("*The Federal Register*"). Die Bekanntmachung im *Federal Register* erläutert den Zweck der Regeln und bittet um Stellungnahme. Nach § 19 Abs. (b) Nr. (2) können die erarbeiteten Regelungen innerhalb von 35 bis 90 Tagen nach der Bekanntmachung in Kraft treten, sofern nicht die SEC eine öffentliche Anhörung über die vorgeschlagenen Regeln durchführt. Bislang hat die SEC die Regeln noch nicht veröffentlicht.

Wie bereits erwähnt, war es bisher üblich, die Corporate Governance-Vorschriften der NYSE und der Nasdaq Stock Market nicht auf ausländische Gesellschaften anzuwenden. Gemäß den früheren Zulassungsanforderungen der NYSE und der Nasdaq Stock Market musste eine ausländische Gesellschaft lediglich bestätigen, dass eine bestimmte Vorschrift nicht befolgt werden konnte, weil deren Beachtung eine Verletzung der Gesetze des Herkunftsstaates bedeutet hätte<sup>168</sup>. Im Sommer 2002 haben NYSE<sup>169</sup> und der Nasdaq Stock Market<sup>170</sup> entschieden, dass alle nicht-amerikanischen notierten Gesellschaften die Unterschiede zwischen den von ihrem Sitzland vorgeschriebenen Corporate-Governance-Regeln und den Vorschriften der NYSE bzw. der Nasdaq Stock Market erklären müssen. Die Entscheidung

---

<sup>168</sup> LCM § 303.00 und NASD Marketplace Rules § 4350 Abs. (a). Siehe (Fußn. 22), oben.

<sup>169</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 11: "*Both SEC rules and NYSE policies have long recognized that foreign private issuers differ from domestic companies in the regulatory and disclosure regimes and customs they follow, and that it is appropriate to accommodate those differences. For this reason, the NYSE has permitted listed non-U.S. companies to follow home-country practices with respect to a number of corporate governance matters, such as the audit committee requirement and the NYSE shareholder approval and voting rights rules. While the NYSE should continue to respect different approaches, listed foreign private issuers must make their U.S. investors aware of the significant ways in which their home-country practices differ from those followed by domestic companies under NYSE listing standards.*"

<sup>170</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 3: "*Require that non-U.S. issuers disclose exemptions to Nasdaq's corporate governance requirements, at the time the exemption is received and on an annual basis thereafter, as well as any alternative measures taken in lieu of the waived requirements. Such exemptions are available to non-U.S. companies if Nasdaq's rules would require the issuer to do anything contrary to the laws, rules, regulations or generally accepted business practices of the home country.*"

des Nasdaq Stock Market geht etwas weiter und verlangt zudem, dass eine ausländische Gesellschaft alle vom Gesetz ihres Sitzlandes geforderten Berichte – und mindestens einen Halbjahresbericht – einreicht<sup>171</sup>. Der Halbjahresbericht muss mindestens einen Zwischenabschluss und einen Lagebericht enthalten; alle eingereichten Berichte müssen ins Englische übersetzt sein<sup>172</sup>. Außer den oben genannten Pflichten enthalten die von NYSE und Nasdaq Stock Market ausgearbeiteten Zulassungsanforderungen keine neuen Bestimmungen, die nicht-amerikanische Gesellschaften direkt betreffen. Daher sind die Zulassungsanforderungen weniger weitgehend als viele Bestimmungen des SOA, und die zukünftige Notwendigkeit, die Vorschläge zu ändern, wird davon abhängen, wie weit die SEC von ihren Befreiungsbefugnissen Gebrauch macht. Ein Beispiel ist die Vorschrift des SOA, nach der eine Mehrheit der Mitglieder entweder des Prüfungsausschusses oder des gesamten Boards "unabhängig" im Sinne des § 10A Abs. (m) Nr. (3) Exchange Act i.d.F. des § 301 SOA (d.h. keine Arbeitnehmer der Gesellschaft) sein muss. Die Umsetzung dieser Bestimmung fordert der SEC einiges Nachdenken und Diplomatie ab (siehe Teil II.3.b).

Wie beim SOA besteht der Kern der neuen NYSE und Nasdaq Stock Market-Vorschriften darin, die Fähigkeit des Board zu einer wirksamen Aufsicht zu verbessern. Die inneren Verhältnisse ("*internal affairs*") einer amerikanischen Aktiengesellschaft richten sich bekanntlich nach dem Recht desjenigen Bundesstaats, in dem sie gegründet wird<sup>173</sup>. Nach dem Recht aller Bundesstaaten sind Aktiengesellschaften mit einem einstufigen Verwaltungsrat ("*Board of Directors*") ausgestattet<sup>174</sup>. Seit Jahrzehnten haben amerikanische Corporate Governance-Maßnahmen versucht, die Aufsichtsfähigkeit des Board auf drei Wegen zu verbessern: Die Berufung "unabhängiger" Mitglieder in das Board, die Einrichtung aufsichtsbezogener Ausschüsse – insbesondere des Prüfungsausschusses – im Board und ein verstärktes Engagement

---

<sup>171</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 3: "[N]on-U.S. issuers [shall] file with the SEC and Nasdaq all interim reports filed in their home country, and, at a minimum, file with the SEC and Nasdaq a semi-annual report, including a statement of operations and an interim balance sheet prepared in accordance with the requirements of the home country marketplace. An English translation of any such reports will be required."

<sup>172</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 3.

<sup>173</sup> Siehe *Scoles/Hay/Borchers/Symeonides*, Conflict of Laws, 2000, S. 1102 ff.

<sup>174</sup> Dazu vgl. *Merk*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, S. 135 ff. und S. 290 ff.

der Aktionäre. Die neuesten Vorschriften der NYSE und der Nasdaq Stock Market führt diese Strategie in besonderem Maß fort. Die Mehrheit der Board-Mitglieder muss "unabhängig" sein<sup>175</sup>. Für die Bestimmung, wann ein solches Mitglied als unabhängig gilt, werden strengere Voraussetzungen eingeführt<sup>176</sup>. Wenigstens drei Ausschüsse sollen nun im Board gebildet werden<sup>177</sup> und der Prüfungsausschuss soll mehr Kompetenzen bekommen<sup>178</sup>. Aktienoptionspläne bedürfen der Billigung durch die Aktionäre<sup>179</sup>. Diese Änderungen, die zum größten Teil schon 1994 in den ALI-Grundsätze enthalten waren, werden nachfolgend kurz erläutert.

## 2. Unabhängige Board-Mitglieder

Innerhalb von zwei Jahren nach Inkrafttreten der neuen Regeln soll das Board einer an der NYSE notierten Gesellschaft mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern ("*independent directors*") bestehen<sup>180</sup>. Auch der Nasdaq Stock Market fordert eine Mehrheit von unabhängigen Board-Mitgliedern<sup>181</sup>. Um die Autorität der beaufsichtigenden ("*non-managing*") Mitglieder des Board gegenüber den geschäftsführenden Mitgliedern zu verstärken, sehen die vorgeschlagenen Bestimmungen der NYSE vor, dass die Treffen solcher "*non-managing*"-Mitglieder unter Ausschluss der Geschäftsführung stattfinden sollen<sup>182</sup>. Der Vorschlag des Nasdaq Stock Market ist insofern etwas strenger, als die unabhängigen Mitglieder des Board zu solchen Privat-Meetings verpflichtet sind<sup>183</sup>. Die Anforderung, dass sie untereinander tagen und (wie

---

<sup>175</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 1; Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>176</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2; Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1 f.

<sup>177</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 4 und 5. Nach den Nasdaq-Anforderungen muss nur ein Prüfungsausschuss bestehen, siehe Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>178</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 6 und 7; Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2 f.

<sup>179</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 8; Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>180</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 1.

<sup>181</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>182</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 3. Die NYSE sieht in solchen Treffen eine Möglichkeit zur Mitbestimmung. Der Name des Board-Mitglieds, der den Vorsitz übernimmt, muss in der jährlichen Stimmrechtsvertreter-Erklärung (*proxy statement*) bekannt gegeben werden, um Arbeitnehmer- und Aktionärsmitteilungen zur erleichtern. Vorschlag Nr. 3.

<sup>183</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

unten erläutert wird) in Board-Ausschüssen mit besonderen Aufsichtsaufgaben handeln, zeigt die mit jeder Reformmaßnahme wachsende Ähnlichkeit mit dem deutschen zweistufigen Modell. Sehr wichtig sind auch die immer strengeren Anforderungen an die Unabhängigkeit der Board-Mitglieder (zum "Unabhängigkeitsbegriff" des SOA siehe bereits Teil II.3.b).

Die NYSE hat seit 1956 gefordert, dass wenigstens zwei unabhängige Mitglieder zum Board einer notierten Gesellschaft gehören müssen<sup>184</sup>. Die Vorschläge der NYSE verschärfen die Unabhängigkeitsvoraussetzungen für Board-Mitglieder. Die neuen Anforderungen setzen einen Board-Beschluss, dass keine konflikträchtige Beziehung zwischen der Gesellschaft und dem Mitglied besteht, und eine Offenlegung dieses Beschlusses, voraus. Das Board muss durch Beschluss feststellen, dass ein unabhängiges Mitglied keine wesentliche direkte oder indirekte Beziehung (*no material relationship*)<sup>185</sup> mit der Gesellschaft hat und den Beschluss in der jährlichen Stimmrechtsvertretererklärung (*proxy statement*) bekannt geben<sup>186</sup>. Mitarbeiter<sup>187</sup> und Abschlussprüfer der Gesellschaft oder der verbundenen Gesellschaften können erst fünf Jahre nach der Beendigung ihrer früheren Arbeitsverhältnisse als unabhängig gelten<sup>188</sup>. Sofern ein Board-Mitglied der Gesellschaft auch Mitglied des Board einer verbundenen Gesellschaft ist, gilt das Mitglied – wenn ein Geschäftsleiter der Gesellschaft im Vergütungsausschuss der verbundenen Gesellschaft sitzt – vor Ablauf von fünf Jahren nach der Beendigung seines Verhältnisses mit der verbundenen Gesellschaft als nicht unabhängig<sup>189</sup>. Dies gilt auch für ein Mitglied, das einen Verwandten hat, auf den diese Beschränkung Anwendung findet<sup>190</sup>. Bei seinem Beschluss über die Unabhängigkeit muss das Board alle wesentlichen Tatsachen berücksichtigen, einschließlich aller Beziehungen zwischen der Gesellschaft mit Or-

---

<sup>184</sup> LCM (Fußn. 62), §303.01.

<sup>185</sup> Eine "wesentliche Beziehung" schließt Wirtschafts-, Industrie-, Bank-, Beratungs-, Abschlussprüfungs-, Karitativ- und Familienbeziehungen u.a. ein. NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

<sup>186</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

<sup>187</sup> Die Charakterisierung aller Arbeitnehmerverhältnisse als Beziehungen, die mögliche Interessenkonflikte in sich tragen, ist unzutreffend und wird weiter unten aufgegriffen.

<sup>188</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

<sup>189</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

<sup>190</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

ganisationen, zu denen das Mitglied gehört<sup>191</sup>. Die NYSE sieht im Gegensatz zur Nasdaq Stock Market<sup>192</sup> und zum SOA das Halten eines Aktienanteils nicht als eine Tatsache an, die die Unabhängigkeit eines Board-Mitglieds gefährden könnte<sup>193</sup>.

Auch die vorgeschlagenen Nasdaq Stock Market-Regeln bezwecken, die Unabhängigkeit der Board-Mitglieder zu verstärken. Nach dem Vorschlag darf ein unabhängiges Mitglied einen mehr als 20 % der Stimmrechte beinhaltenden Anteil des Grundkapitals der Gesellschaft nicht besitzen<sup>194</sup>. Außer seinem Honorar als Board-Mitglied darf weder das unabhängige Mitglied selbst noch einer seiner Familienmitglieder von der Gesellschaft mehr als US\$ 60.000 ausbezahlt bekommen<sup>195</sup>. Die Gesellschaft darf auch keine Zuwendungen an eine Wohltätigkeitsorganisation leisten, in der das unabhängige Mitglied als Geschäftsleiter tätig ist, wenn die Zuwendung US\$ 200.000 oder 5 % der Bruttoeinnahmen der Gesellschaft oder der Organisation überschreitet<sup>196</sup>. Kein Verwandter eines unabhängigen Mitglieds darf ein Geschäftsleiter der Gesellschaft oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft sein<sup>197</sup>. Ehemalige Partner oder Mitarbeiter der Abschlussprüfer können keine unabhängigen Mitglieder werden<sup>198</sup>. Ein Mitglied gilt nicht als unabhängig innerhalb der ersten drei Jahre nach (1) der Beendigung seiner Tätigkeit in einer verbundenen Gesellschaft, wenn ein Geschäftsleiter der Gesellschaft im Vergütungsausschuss der verbundenen Gesellschaft sitzt, (2) Zahlungen seitens der Gesellschaft an ihn oder eines seiner Familienmitglieder von mehr als US\$ 60.000 neben seinem Honorar als Board-Mitglied oder (3) seiner Tätigkeit bei dem Abschlussprüfer der Gesellschaft<sup>199</sup>. Nach der der-

---

<sup>191</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2.

<sup>192</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>193</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2. Aber kein Vorsitzender des Prüfungsausschusses darf einen Anteil von mehr als 20 % des Grundkapitals der Gesellschaft besitzen. Siehe NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 6.

<sup>194</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>195</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>196</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>197</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>198</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>199</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

zeit geltenden Regelung der Nasdaq Stock Market darf kein Arbeitnehmer der Gesellschaft ein unabhängiges Board-Mitglied sein<sup>200</sup>.

Wie oben ausgeführt (Teil II.3.b), gehen die Beschränkungen, die die Unabhängigkeitsanforderungen der NYSE und der Nasdaq Stock Market hinsichtlich der Arbeitnehmer der Gesellschaft vorsehen zu weit. Unabhängige Board-Mitglieder müssen ihre Aufsichtsfunktion in bezug auf die *Geschäftsführung* ausüben. Die ALI-Grundsätze verdeutlichen deshalb, dass eine konfliktträchtige Beziehung zwischen dem unabhängigen Mitglied und der Geschäftsführung vermieden werden soll<sup>201</sup>. Die Vorschläge der NYSE sehen vor, dass kein ehemaliger Arbeitnehmer, der vor weniger als fünf Jahren für die Gesellschaft gearbeitet hat, zum unabhängigen Mitglied bestellt werden darf, begründen dies aber nicht näher. Beide Börsen verbieten ohne guten Grund alle Beziehungen zwischen dem unabhängigen Mitglied und der Gesellschaft<sup>202</sup>. Wie bereits erläutert, beruhen diese Anforderungen, wahrscheinlich auf dem Gedanken, dass der einzelne Arbeitnehmer, der später Board-Mitglied werden könnte, ein Manager sein wird, der Beziehungen zur Geschäftsführung unterhält. Die im Rahmen der deutschen Mitbestimmung vorgeschriebene Beteiligung von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat liegt für den amerikanischen Betrachter außerhalb des Erwartbaren. Deshalb führt die Anwendung der Unabhängigkeitsgrundsätze auf deutsche Gesellschaften zu mit der deutschen Rechtslage unvereinbaren Ergebnissen. Vor der Verabschiedung des SOA hatten die Regelungen von NYSE und Nasdaq Stock Market hinsichtlich der Unabhängigkeit der Board-Mitglieder keine praktische Bedeutung für deutsche Gesellschaften, weil deutsche Gesellschaften den amerikanischen Corporate Governance-Anforderungen nicht unterworfen waren. Weil die Strafe für die Nichteinhaltung einer der Anforderung des § 301 SOA ein Delisting

---

<sup>200</sup> Der Begriff "independent director" wird wie folgt definiert: "*Independent director' means a person other than an officer or employee of the company or its subsidiaries or any other individual having a relationship which, in the opinion of the company's board of directors, would interfere with the exercise of independent judgement in carrying out the responsibilities of a director*" (Unterstreichung des Verf. -- DD), NASD Marketplace Rules § 4200 Abs. (a).

<sup>201</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3A.01 Abs. (a). Siehe ausführlicheres Zitat am Fußnote Nr. 82.

<sup>202</sup> "*We believe present employees of a company, or of the company's present auditor, have a material relationship with the company and cannot be deemed 'independent'*", NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 2. "*Independent director' means a person other than an officer or employee of the company or its subsidiaries*", NASD Marketplace Rules § 4200 Abs. (a).



sein soll, sollen die Notierungsregeln der Börsen geändert werden und so den neuen SOA-Anforderungen angepasst werden.

Mehrere Jahrzehnte an Erfahrungen mit unabhängigen Board-Mitgliedern haben gezeigt, dass die Möglichkeiten der *outside* (und auch teilweise unabhängigen) Board-Mitglieder zur wirksamen Wahrnehmung ihrer Aufsichtsfunktion durch die Herrschaft der geschäftsführenden Board-Mitglieder über die Wahl der Board-Mitglieder und die Festlegung der Vergütung systematisch gemindert wurde<sup>203</sup>. Ein Mittel zur Eindämmung dieser Herrschaft, das im folgenden erläutert wird, ist die Koordination der unabhängigen Board-Mitglieder durch Ausschüsse.

### *3. Die Koordination der Unabhängigen Mitglieder durch Ausschüsse*

#### A. Der Prüfungsausschuss

Die unabhängigen Board-Mitglieder handeln nicht allein und unkoordiniert, sondern in Ausschüssen, die innerhalb des Boards tätig sind. Der Prüfungsausschuss ist in den Zulassungsanforderungen der NYSE und der Nasdaq Stock Market vorgeschrieben. Ist ein Prüfungsausschuss nicht vorhanden, muss nach dem SOA das gesamte Board den an den Prüfungsausschuss zu stellenden Anforderungen genügen<sup>204</sup>. Ein Prüfungsausschuss wird als Aufsichtsunterorgan innerhalb des Boards gebildet, um das Finanz- und Rechnungswesen der Gesellschaft und ihre Kontrollsysteme unabhängig von der Geschäftsführung zu überwachen<sup>205</sup>. Seit 1978 fordert die NYSE, dass die bei ihr notierten Gesellschaften einen Prüfungsausschuss, der mehrheitlich aus *outside* Board-Mitgliedern besteht, haben<sup>206</sup>. Die neuen Anforderungen der NYSE verfolgen das Ziel, die Unabhängigkeit und die Stärke des Prüfungsausschuss zu festigen.

Nach den neuen Vorschlägen soll der Prüfungsausschuss die alleinige Befugnis haben, den Prüfungsauftrag zu erteilen und aufzuheben sowie alle wesentlichen Aufträge für nicht-prüfende Dienstleistungen zu billigen<sup>207</sup>. Alle wesentlichen Fragen der Abschlussprüfung – z.B. eine Beschränkung des Prüfungsvermerks oder eine Ände-

---

<sup>203</sup> Siehe dazu *Baums* (Fußn. 42), S. 14; *Hein* (Fußn. 76), S. 503; *Monks/Minow*, Corporate Governance, 1995, S. 207 f.

<sup>204</sup> Siehe Teil III.3.

<sup>205</sup> *Baums* (Fußn. 42), S. 15.

<sup>206</sup> *Monks/Minow* (Fußn. 203), S. 203. An den Unterschied zwischen "*outside*" und "unabhängig" ist in diesem Zusammenhang zu erinnern.

<sup>207</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

nung der Anwendung der Prüfungsgrundsätze – müssen mit dem Prüfungsausschuss abgestimmt sein<sup>208</sup>. Der Prüfungsausschuss nimmt auch eine Vermittlungsfunktion wahr. Nach den NYSE-Zulassungsanforderungen soll der Prüfungsausschuss Sondersitzungen jeweils mit der Geschäftsführung, der internen Revision und den Abschlussprüfern halten sowie die Jahres- und Zwischenabschlüsse mit der Geschäftsführung und dem Abschlussprüfer und alle finanzmarktbezogenen Pressemitteilungen und Ertragsdaten mit Analysten und Rating-Agenturen besprechen<sup>209</sup>.

Der Prüfungsausschuss unterstützt das Board hinsichtlich der Überwachung der ordnungsgemäßen Erstellung der Jahres- und Zwischenbilanz, der Erfüllung gesetzlicher Pflichten der Gesellschaft, der Kontrolle der Qualifikation und Unabhängigkeit der Abschlussprüfer, der Beurteilung der internen Prüfung der Gesellschaft und der Leistung der Abschlussprüfer sowie beim Entwurf der Berichte, die die jährliche Proxy-Erklärung beinhalten müssen<sup>210</sup>. Der Prüfungsausschuss soll außerdem wenigstens einmal pro Jahr die Berichte des Abschlussprüfers über das interne Kontrollverfahren der Gesellschaft überprüfen sowie über alle wesentlichen Fragen, die aus der Überprüfung des Abschlussprüfers stammen, beraten, insbesondere um die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers zu gewährleisten. Wie auch im SOA vorgesehen<sup>211</sup>, soll der Prüfungsausschuss regelmäßig überprüfen, ob der leitende Partner des Prüfungsteams regelmäßig gewechselt werden soll<sup>212</sup>. Der SOA bestimmt<sup>213</sup>, dass der Prüfungsausschuss externe Beratung ohne die Zustimmung des Board einholen darf.

Die NYSE-Zulassungsanforderungen legen besondere Erfordernisse für die Eignung zum Mitglied des Prüfungsausschusses fest. Alle Mitglieder müssen über gute Kenntnisse des Finanzwesens verfügen, der Vorsitzende muss Abschlussprüfungs- oder Finanzmanagementenerfahrung haben und darf keinen 20 % überschreitenden Anteil an dem Grundkapital der Gesellschaft besitzen oder Gesellschafter, beherrschender Aktionär oder Geschäftsleiter einer juristischen Person, die einen

---

<sup>208</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

<sup>209</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

<sup>210</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

<sup>211</sup> § 203 SOA sieht eine Ablösung des leitenden Partners nach fünf Jahren vor.

<sup>212</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

<sup>213</sup> § 10A Abs. (m) Nr. (5) Exchange Act i.d.F. des SOAs; NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 7.

solcher Anteil besitzt, sein<sup>214</sup>. Außer ihrem Honorar als Board-Mitglieder dürfen die Mitglieder des Prüfungsausschusses keine Vergütung bekommen<sup>215</sup>. Die NYSE versucht auch, die Prüfungsausschussmandate auf zwei zu begrenzen. Wenn ein Mitglied des Prüfungsausschusses gleichzeitig drei Prüfungsausschussmandate wahrnimmt, muss das Board durch Beschluss feststellen, dass das Mitglied trotzdem seine Aufgaben als Prüfungsausschuss-Mitglied in wirksamer Weise erfüllen kann, und diesen Beschluss in der jährlichen Proxy-Erklärung veröffentlichen<sup>216</sup>.

Die Prüfungsausschuss-Anforderungen des Nasdaq Stock Markets sind etwas weicher als die Anforderungen der NYSE. In jedem Fall bleiben sie nicht hinter den Maßgaben des SOA zurück. Zentral ist, dass der Prüfungsausschuss die alleinige Befugnis hat, den Prüfungsauftrag zu erteilen und aufzuheben sowie beliebige Aufträge für nicht-prüfende Dienstleistungen zu billigen<sup>217</sup>. Der Prüfungsausschuss darf in angemessenem Umfang externe Beratung einholen<sup>218</sup>, und alle Mitglieder müssen in einem angemessenen Zeitraum die Finanzabschlüsse lesen und verstehen können<sup>219</sup>. Die Regeln des Nasdaq Stock Market sehen auch vor, dass der Prüfungsausschuss oder ein anderer Ausschuss alle Geschäfte, die Interessenkonflikte bergen könnten, überprüft und billigt<sup>220</sup>.

#### B. Der Ernennungsausschuss

Der Ernennungsausschuss ist ein unabhängiges Gremium, in dem Entscheidungen über die Auswahl der Kandidaten für eine Board-Mitgliedschaft sowie die Gestaltung des Board getroffen werden<sup>221</sup>. Die Unabhängigkeit der Geschäftsleiter könnte etwa beeinträchtigt werden, wenn sie die Auswahl der Kandidaten für das unabhängige Board kontrollieren könnten. Nach den geplanten NYSE-Zulassungsanforderungen muss jede Gesellschaft einen ausschließlich aus unabhängigen Mitgliedern bestehenden Ernennungsausschuss haben<sup>222</sup>. Die NYSE

---

<sup>214</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 6.

<sup>215</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 6.

<sup>216</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 6.

<sup>217</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>218</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>219</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>220</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 1.

<sup>221</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3A.04, Comment, c. Rationale.

<sup>222</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 4.

schlägt vor, dass der Ernennungsausschuss die alleinige Befugnis zur Beauftragung eines Personalberaters haben soll<sup>223</sup>. Dies soll vermeiden, dass die Auswahl der Kandidaten durch einen von der Geschäftsführung beauftragten Personalberater vorweggenommen wird. Nach den Vorschlägen des Nasdaq Stock Markets sollen alle Kandidaten von den unabhängigen Board-Mitgliedern oder einem Ernennungsausschuss, der mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern besteht, gebilligt werden<sup>224</sup>.

#### C. Der Vergütungsausschuss

Ein Vergütungsausschuss soll unbefangen die Vergütungspolitik der Gesellschaft bestimmen<sup>225</sup>. Die von der NYSE vorgeschlagenen Regeln fordern einen Vergütungsausschuss in jeder notierten Gesellschaft<sup>226</sup>. Alle Mitglieder des Vergütungsausschusses müssen unabhängig sein, und der Ausschuss muss die Kontrolle über eventuell beauftragte Personalberater innehaben<sup>227</sup>. Nach dem Vorschlag für den Nasdaq Stock Market muss die Vergütung des CEO durch die unabhängigen Board-Mitglieder oder durch einen Vergütungsausschuss, der mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern besteht, auf einer separaten Sitzung gebilligt werden<sup>228</sup>.

#### *4. Erhöhte Aktionärsteilhabe*

Beide amerikanischen Börsen haben vorgeschlagen, dass die Erstellung eines Aktienoptionsplans nur durch Hauptversammlungsbeschluss erfolgen kann. Inzwischen hat die SEC die Vorschläge beider Börsen veröffentlicht. Die NYSE will die Genehmigung ihrer vorläufigen Regel, die erst im Jahre 1999 befristet gebilligt wurde, verlängern<sup>229</sup>. Der Nasdaq Stock Market will auch wesentliche Änderungen eines Aktienoptionsplans dem Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses unterwerfen<sup>230</sup>. Die Strukturierung eines solchen Optionsplans bietet den Geschäftsleitern

---

<sup>223</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 4.

<sup>224</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>225</sup> Aktienoptionspläne würden auch einen Hauptversammlungsbeschluss voraussetzen. Siehe unten (Teil IV.4).

<sup>226</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 5.

<sup>227</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 5.

<sup>228</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 2.

<sup>229</sup> SEC Release No. 34-46747, 67 *Federal Register* 67680 (6. November 2002).

<sup>230</sup> SEC Release No. 34-46649, 67 *Federal Register* 64173 (17 Oktober 2002).

zahlreiche Manipulationsmöglichkeiten<sup>231</sup>. Nach *Greenspan* ist der Missbrauch schlecht gestalteter Aktienoptionspläne ein Hauptgrund für die Kurseinbrüche zwischen 2000 und 2002<sup>232</sup>.

Interessant ist auch der Vorschlag der NYSE, dass ein Broker oder Depotbank für seine Kunden ohne deren ausdrückliche Anweisung einer Entscheidung über einen Aktienoptionsplan nicht zustimmen dürfen soll<sup>233</sup>. Dieser Vorschlag scheint anzuerkennen, dass die mechanische Ausübung der Stimmrechte durch den *eingetragenen* Aktionär (*registered shareholder*) im Interesse der *wirtschaftlichen* Aktionäre (*beneficial owners*) nach dem amerikanischen "Street Name"-System eine Gefahr für eine ordnungsgemäße Corporate Governance darstellt<sup>234</sup>. Die Anerkennung des Mangels dieses Systems, das "teilweise wegen veralteter Wertpapierabwicklung aus der Not geboren"<sup>235</sup> war, öffnet die Tür zu einer neuen, tiefgehenden Verbesserung des Verhältnisses zwischen den Aktionären und den Geschäftsführungen in amerikanischen Gesellschaften.

##### 5. Bindende Corporate Governance und Ethikkodizes

Wie auch beim SOA schreiben die Vorschläge von NYSE und Nasdaq Stock Market die Veröffentlichung der von der Gesellschaft angenommenen Ethikkodizes

---

<sup>231</sup> Baums (Fußn. 55), S. 10.

<sup>232</sup> "[T]he highly desirable spread of shareholding and options among business managers perversely created incentives to artificially inflate reported earnings in order to keep stock prices high and rising. This outcome suggests that the options were poorly structured, and, consequently, they failed to properly align the long-term interests of shareholders and managers, the paradigm so essential for effective corporate governance." *Greenspan* (Fußn. 6).

<sup>233</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 8.

<sup>234</sup> "Registering securities in 'nominee' or 'street name' makes it easier for transactions to be cleared and settled on the organized securities markets and facilitates the expedited time frame called for by the three-day settlement cycle. However, by masking the beneficial owner of securities, this practice not only compounds the difficulties of communicating with the beneficial owner, but may reduce the number of 'shareholders of record' so as to exclude the applicability of certain provisions of securities laws." *Guttman*, *Modern Securities Transfers*, 2001, S. 3-3.

<sup>235</sup> *Seibert*, "Der Entwurf eines Gesetzes zur Namensaktie", in: *von Rosen/Seifert*, *Die Namensaktie*, 2000, S. 11, 31.

(*Code of Conduct*) vor<sup>236</sup>. Die NYSE-Regeln sehen zusätzlich auch die Annahme und die Veröffentlichung eines Corporate Governance Kodex vor<sup>237</sup>.

#### 6. *CEO-Bestätigung an der NYSE*

Die vorgeschlagenen NYSE-Zulassungsanforderungen erweitern die schon nach § 302 SOA erforderliche jährliche CEO-Bestätigung<sup>238</sup>: Der CEO muss bestätigen, dass die Gesellschaft ein Verfahren für die Prüfung der an die Anleger gelieferten Information aufgestellt und verwendet hat, dass er das Verfahren beaufsichtigt hat, und dass er keinen Grund hat zu glauben, dass die dem Anleger mitgeteilten Informationen unzutreffend oder unvollständig sind<sup>239</sup>. Weil diese Aussage nicht auf den Jahresbericht beschränkt ist, unterliegt der CEO breiteren Haftungsrisiken als bei der SOA-Bestätigung. Der CEO muss auch bestätigen, dass ihm keine durch die Gesellschaft begangene Verletzung der Zulassungsanforderungen bekannt ist.

#### 7. *Veröffentlichung der Geschäfte der Geschäftsleiter in Aktien der Gesellschaft (Directors' Dealings Mitteilungen)*

Nach den Vorschlägen der Nasdaq Stock Market müssen Board-Mitglieder und sonstige Geschäftsleiter (*directors and officers*) alle Geschäfte in Aktien der Gesellschaft innerhalb von zwei Tagen offen legen, wenn ein solches Geschäft einen Wert von US\$ 100.000 überschreitet<sup>240</sup>.

---

<sup>236</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 10; Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 6.

<sup>237</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 9.

<sup>238</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 12.

<sup>239</sup> NYSE Memorandum (Fußn. 87), Vorschlag Nr. 12.

<sup>240</sup> Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals (Fußn. 166), S. 3.

## V. Fazit: Die Wechselwirkung zwischen gut informierter und objektiver Aufsicht

In seinem "*Principles of Corporate Governance*" erläutert das *American Law Institute* zwei Grundsätze wirksamer Unternehmensaufsicht<sup>241</sup>.

Erstens: die Board-Mitglieder müssen die Tätigkeit der Geschäftsleiter *unbefangen* bewerten können.

Zweitens: die Board-Mitglieder müssen über zutreffende und zuverlässige Informationen über die Tätigkeit der Geschäftsführung verfügen.

Die normativen Versuche, die Wirksamkeit der Unternehmensaufsicht zu verbessern, bewegen sich zwischen diesen beiden Grundsätzen.

Das amerikanische Modell wirft die unabhängigen Board-Mitglieder (*outside directors*) in ein gemeinsames Becken mit den Mitglieder der Geschäftsleitung (*executive directors*). Der Chef des Aufsichtsorgans ist sehr oft der Beaufsichtigte selbst<sup>242</sup>. Der Board-Vorsitzende ist in rund drei Vierteln der amerikanischen Gesellschaften selbst CEO<sup>243</sup>. Er verfügt daher über viele Informationen, aber über wenig Objektivität<sup>244</sup>. Diese Nähe zum Tagesgeschäft ermöglicht es dem Board, das Handeln der Geschäftsleitung besser zu verstehen, aber häufig erfüllt er nicht "die ihm zukommende Funktion als oberstes geschäftsleitendes und überwachendes Organ"<sup>245</sup>. Die Gegenmaßnahmen gehen aus dem SOA und den Zulassungsordnungen der NYSE und der Nasdaq Stock Market hervor. Die Unabhängigkeit der *non-managing* Mitglieder wird strenger geprüft, sie agieren in koordinierten Ausschüssen und die Kompetenzen solcher Ausschüsse wurden ausgeweitet. Durch den SOA bekommt der Prü-

---

<sup>241</sup> *American Law Institute* (Fußn. 41), § 3A.01, Comment: "*The effectiveness of the oversight function is conditioned on two prerequisites: a board that can objectively evaluate the performance of the senior executives, and an accurate and reliable flow of information to the board concerning that performance.*"

<sup>242</sup> Vgl. von Hein (Fußn. 76), S. 509: "Dahinter steht die zutreffende Erkenntnis, dass ein den Interessen der Prinzipale verpflichtetes Kontrollorgan kaum sinnvoll funktionieren kann, wenn der zu kontrollierende Agent in diesem Organ selbst den Vorsitz führt und so seine eigenen Wächter überwacht."

<sup>243</sup> Von Hein (Fußn. 76), S. 506; Monks/Minow (Fußn. 203), S. 189; Korn/Ferry International, "Board of Directors, Twentieth Annual Study," 1993.

<sup>244</sup> Das trifft allerdings nur bei relativer Betrachtung zu. Der Informationsfluss zwischen den aufsichtsbezogenen Board-Mitglieder und den Geschäftsleitern der amerikanischen Gesellschaften könnte besser sein. Siehe Monks/Minow (Fußn. 201), S. 185 ff. und Clark (Fußn. 76), S. 108 f.

<sup>245</sup> Baums (Fußn. 42), S. 15.

fungsausschuss sogar einen gesetzlich geschützten Anspruch auf Finanzierung<sup>246</sup>. Anstatt eines getrennten Aufsichtsrats hat das amerikanische System nun mehrere "Aufsichtsinself", die innerhalb des Board bestehen.

Das deutsche Modell trennt die Aufsichtsratsmitglieder von dem Vorstand. Der Vorstand leitet die Gesellschaft unter eigener Verantwortung und der Aufsichtsrat, überwacht die Geschäftsführung. Die gleichzeitige Zugehörigkeit zum Vorstand und zum Aufsichtsrat ist nicht gestattet. Der Aufsichtsrat sitzt in einer gewissen "Entfernung zu den Details"<sup>247</sup>. Wegen dieser Entfernung von der Geschäftsführung ist der Aufsichtsrat objektiv, verfügt aber über wenig Informationen<sup>248</sup>. Gegenmaßnahmen wurden im KonTraG<sup>249</sup> und dem deutschen Corporate Governance Kodex ergriffen<sup>250</sup>. Die auf zwei Stufen angesiedelten Organe Vorstand und Aufsichtsrat wurden durch einen stärkeren Informationsfluss enger miteinander verbunden. Deutsche Unternehmen werden bald als "Europäische Aktiengesellschaften" die Möglichkeit haben, eine einstufige angelsächsische Struktur anzunehmen. Nach dem Inkrafttreten der Verordnung für die Europäische Aktiengesellschaft<sup>251</sup> wären einstufige Verwaltungsräte mit Ausschüssen unabhängiger Mitglieder auch in Deutschland vorstellbar.

---

<sup>246</sup> Siehe Teil II.3 oben.

<sup>247</sup> M. Schneider, "Die neue Verhältnis zwischen Vorstand und Aufsichtsrat" in: *Ernst & Young* (Fußn. 99), S. 10.

<sup>248</sup> In einer Umfrage an 800 Aktiengesellschaften haben Aufsichtsratsmitglieder erklärt, dass "die Relation zwischen der durch das Aktiengesetz gegebenen Verantwortung und der realen Möglichkeit, sich zu informieren und rechtzeitig Einfluß zu nehmen, nicht ausgewogen" ist. Potthoff/Trescher, Das Aufsichtsratsmitglied, 2001, S. 146. Ein wiederholter Reformvorschlag für den Aufsichtsrat ist die Verstärkung seines Zugangs zur Betriebsinformation. Siehe z.B. Lutter, ZGR 2001, 224, S. 233 (Informationsordnung zur Vermeidung unzureichender Informationsflüsse); Baums (Fußn. 42), S. 17 (Vorschlag, den Leiter der internen Revision oder der Buchhaltung, zu den (Ausschuss) Sitzungen des Aufsichtsrats hinzuzuziehen). Siehe auch Davies, ZGR 2001, S. 268, 285 (wegen seines Mangels an Information ist der Aufsichtsrat ein ineffektives Überwachungsorgan).

<sup>249</sup> Potthoff/Trescher (Fußn. 248), S. 146.

<sup>250</sup> "Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat. Der Vorstand informiert den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle für das Unternehmen relevanten Fragen der Planung, der Geschäftsentwicklung, der Risikolage und des Risikomanagements. Er geht auf Abweichungen des Geschäftsverlaufs von den aufgestellten Plänen und Zielen unter Angabe von Gründen ein." Deutscher Corporate Government Kodex Nr. 3.4.

<sup>251</sup> Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates v. 08.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), AbIEG Nr. L 294 v. 10.11.2001, S. 1. Die Verordnung gewährt dem Satzungsgeber einer Europäischen AG ein Wahlrecht zwischen einem einstufigen



Ein ideales Verwaltungssystem würde die richtige Balance zwischen einer genügenden Kenntnis der Details und einer möglichst unbefangenen Überwachung ermöglichen. Besonders nach der neuesten Reform der amerikanischen Kapitalmarktrecht gibt es keinen Grund zu glauben, dass, wie Davies formuliert hat, das "eher ineffektive" deutsche System durch ein "in der Praxis" besseres, angelsächsisches System ersetzt werden könnte<sup>252</sup>. Die historische Entwicklungen der amerikanischen und deutschen Corporate Governance-Systeme zeigt eine wechselseitige Konvergenz hin zu einer ausgewogeneren Balance. Diese Konvergenz ist nicht nur "funktional", sie ist auch "formal"<sup>253</sup>. Die deutschen und amerikanische Verwaltungsorgane sind schon längst funktional konvergent, weil beide Systeme nach Überwachungs- und Leitungsfunktionen strukturiert sind. Diese funktionale Konvergenz wird nicht durch die Anwesenheit eines zusätzlichen Zwecks, etwa die deutsche Mitbestimmung, ausgehöhlt. Die Ausschüsse, die im amerikanischen Board ausschließlich der Überwachung der Geschäftsführung dienen, weisen bereits in formaler Hinsicht starke Ähnlichkeiten mit einem Aufsichtsrat auf. Freilich steht die wichtigste formale Ähnlichkeit – die Kompetenz, Vorstandsmitglieder zu bestellen und abzuberufen – noch aus.

---

und einem zweistufigen Verwaltungssystem. Siehe *Schwartz*, ZIP 2001, S. 1847, 1854 und *Thoma/Leuering*, NJW 2002, S. 1449, 1451.

<sup>252</sup> *Davies* (Fußn. 248), S. 292 f.

<sup>253</sup> Siehe die Begriffsbestimmung im Teil I.4.

Arbeitspapiere(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1     Theodor Baums                      Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
  
- 2     Theodor Baums                      Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
  
- 3     Theodor Baums                      Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)
  
- 4     Theodor Baums                      Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
  
- 5     Theodor Baums                      The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and  
Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
  
- 6     Theodor Baums                      Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
  
- 7     Theodor Baums/  
Michael Gruson                      The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
  
- 8     Philipp v. Randow                      Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)
  
- 9     Theodor Baums                      Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)
  
- 10    Markus König                      Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
  
- 11    Theodor Baums                      Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy  
Issues
  
- 12    Christian Fraune                      Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
  
- 13    Theodor Baums                      Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)

- 14    Theodor Baums                      Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen  
("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
  
- 15    Theodor Baums                      Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance  
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
  
- 16    Theodor Baums                      Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
  
- 17    Theodor Baums/  
      Philipp v. Randow                      Shareholder Voting and Corporate Governance:  
The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional  
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
  
- 18    Johannes Stawowy                      The Repurchase of Own Shares by Public Companies and  
Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
  
- 19    Theodor Baums                      Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
  
- 20    Theodor Baums/  
      Christian Fraune                      Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft.  
Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
  
- 21    Theodor Baums                      Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
  
- 22    Theodor Baums/  
      Philipp v. Randow                      Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
  
- 23    Michael Gruson/  
      William J. Wiegmann                      Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach  
amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
  
- 24    Theodor Baums                      Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
  
- 25    Philipp v. Randow                      Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
  
- 26    Theodor Baums                      Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal  
Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
  
- 27    Theodor Baums                      Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)

- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996 S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)

- 42 Theodor Baums/  
Markus König      Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],  
S. 3 ff.)
  
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick      Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
  
- 44 Michael Gruson      Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
  
- 45 Theodor Baums      Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den  
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die  
Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
  
- 46 Markus König      Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels  
"Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
  
- 47 Christoph Engel      Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung  
[1998], S. 145 ff.)
  
- 48 Theodor Baums      Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes  
Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
  
- 49 Theodor Baums      Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
  
- 50 Theodor Baums      Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
  
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel      Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
  
- 52 Ulrich Segna      Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
  
- 53 Theodor Baums      Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State  
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
  
- 54 Theodor Baums      Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den  
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages

- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)

- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi  
recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und  
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität  
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)

- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller      Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, 33)
  
- 84 Ursula Lenzen      Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der  
Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.
  
- 85 Theodor Baums      Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
  
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva      Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
  
- 87 Michael Gruson      Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
  
- 88      Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –
  
- 89 Theodor Baums      Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte  
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/  
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,  
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
  
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker      Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG  
(publ.in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
  
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker      Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex  
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
  
- 92 Michael Gruson      Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
  
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter      Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
  
- 94 Michael Gruson      Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
  
- 95 Ulrich Segna      Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
  
- 96 Michael Adams      Vorstandsvergütungen



- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegezet aus amerikanischer Perspektive
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron